

Situación Estados Unidos

Tercer trimestre de 2012
Análisis Económico

- El crecimiento global está sometido a mayores presiones
- La recuperación actual de EE. UU. seguirá siendo apagada
- El fuerte crecimiento de la región se apoya en el auge energético
- La reducción de la incertidumbre política impulsará el rendimiento económico
- Perspectivas positivas para la industria del reciclaje

Index

1. Editorial.....	1
2. Situación global.....	3
3. Situación de EE. UU.....	6
4. El impacto regional de la recesión queda ahora claro.....	10
5. La incertidumbre frena el crecimiento mientras los responsables políticos se dirigen a un punto sin retorno.....	14
6. Industrias del reciclaje: oportunidades en la economía verde.....	20
7. Hoja informativa.....	25
8. Previsiones económicas (variación % a/a).....	26

Fecha de cierre: 17 de Agosto de 2012

1. Editorial

En poco más de dos meses, los votantes acudirán a las urnas para celebrar las que podrían ser unas de las elecciones más importantes en varias décadas. Es imprescindible que el resultado de las elecciones fije una ruta clara hacia las reformas estructurales que impulse la competitividad de Estados Unidos a largo plazo.

En 2009 ya advertimos a nuestros lectores de que el ritmo de crecimiento económico sería considerablemente más lento que en anteriores recuperaciones. Nuestra previsión de crecimiento medio del PIB durante el periodo 2009-2011 era un exiguo 0,4%, mientras que el gobierno esperaba un 2,0%. Por otro lado, la CBO esperaba el ritmo más moderado del 1,2%, y el consenso del mercado se situaba en un decepcionante 1,0%. Al final, el crecimiento medio fue del 0,4% y nuestra previsión resultó acertada. En aquel momento también advertimos de que el crecimiento potencial del PIB bajaría durante la década siguiente al 2,3%, en torno a un punto porcentual por debajo de la media del periodo entre 1992 y 2006. Esta lógica reflejaba tanto una caída de la tasa de participación de la población activa como nuestro análisis de la debilidad estructural de la economía. Sosteníamos que, sin una solución a largo plazo de estos problemas estructurales, Estados Unidos experimentaría una desaceleración de la inversión y de la productividad.

La mayoría de los analistas y responsables políticos no compartían esta opinión. De hecho, tanto las expectativas de crecimiento medio del PIB en 10 años del sector privado como del sector público se han mantenido un poco por debajo del 3% en los dos últimos años. Aunque no nos enorgullece que se haya cumplido nuestra visión de bajo potencial de crecimiento económico, es imprescindible reconocer que la crisis financiera ha tenido consecuencias duraderas en el PIB potencial y que la economía ha acumulado importantes desequilibrios estructurales. Afortunadamente, la creciente intensidad del debate sobre las reformas estructurales indica una mayor concienciación de estos serios impedimentos para el progreso.

Admitir y reconocer estos retos es un requisito previo para resolverlos y, por consiguiente, para impulsar la producción potencial. Sin embargo, las discusiones partidistas, el estancamiento político y el desajuste de los incentivos debilitan las perspectivas de que se lleven a cabo reformas profundas y limitan el éxito. Por tanto, si el próximo gobierno y el Congreso no adoptan medidas audaces que hagan avanzar el país en la dirección correcta, tendremos que resignarnos a que las expectativas de crecimiento sean más bajas.

¿Qué está en juego en las elecciones de este año?

El eje del debate electoral es el tamaño y el alcance del gobierno. Hay dos grandes cuestiones cuya resolución es esencial: la sostenibilidad fiscal y las onerosas regulaciones. Los déficits fiscales, mayores de lo normal y aparentemente perpetuos, agravan una carga de deuda pública ya de por sí elevada. Este patrón de gasto desplaza la inversión privada y genera incertidumbre, lo que limita tanto la contratación como el consumo. Por consiguiente, establecer una ruta para la sostenibilidad fiscal debe ser una de las prioridades máximas. Para llegar a esta ruta, los responsables políticos deben abordar dos retos importantes: un sistema tributario ineficaz y excesivamente complejo de una parte, y unos pasivos contingentes insostenibles de la otra. Sin embargo, ninguno de estos retos tiene una solución sencilla y válida para todos.

En las últimas décadas, la normativa fiscal de EE. UU. se ha convertido en uno de los sistemas tributarios más engorrosos del mundo desarrollado, con un importante sesgo hacia el consumo y el apalancamiento. La ampliación de la base impositiva, la eliminación de resquicios tributarios, el mantenimiento de unos tipos impositivos bajos, la eliminación de los factores que obstaculizan la formación de capital y la simplificación del sistema mejorarán la competitividad global y promoverán el crecimiento.

En segundo lugar, el gasto en programas de protección es la base del pasivo a largo plazo del sector público, y crecerá exponencialmente si no se controla. Si no se toman medidas, las ayudas sociales consumirán una proporción del gasto cada vez mayor, lo cual limitará los recursos disponibles para otras funciones gubernamentales esenciales, como la defensa nacional, la educación y la I+D. Estos pasivos incluyen las prestaciones de jubilación de los funcionarios, la seguridad social, las empresas patrocinadas por el gobierno y, sobre todo, la atención sanitaria. Dado que el sistema de atención sanitaria de EE. UU. es el más caro de los países desarrollados, los pasos hacia la sostenibilidad fiscal deben incluir una reforma

global del sistema que reduzca las ineficiencias para bajar los costes, ampliar la cobertura y mejorar los resultados. Sin embargo, muchas de estas prestaciones se iniciaron y se ampliaron para obtener victorias políticas a corto plazo, sin preocuparse de las repercusiones fiscales que tendrían a largo plazo. Así pues, hacer cambios implica superar la inercia y exponerse al desgaste del capital político, una propuesta difícil para cualquiera que se dedique a la política.

En estas elecciones también está en juego el exceso de regulación y la excesiva intervención del gobierno, factores que desincentivan la inversión y conllevan una errónea asignación de recursos, con el consiguiente descenso del crecimiento del progreso tecnológico. Aunque nunca ha sido fácil elegir el equilibrio justo, el gobierno debe centrarse en respaldar medidas eficaces que fomenten el emprendimiento privado y defiendan los valores de la sociedad en lo que respecta al medio ambiente, la protección de los consumidores y la política exterior.

El compromiso de los cargos electos para adoptar las medidas necesarias que garanticen la sostenibilidad fiscal y estimulen el emprendimiento es un primer paso para abordar otros problemas que frenan nuestro rendimiento económico. Hacer frente a estos problemas implica replantear la política energética, cerrar la brecha en la dotación de infraestructuras, mejorar la calidad de la educación pública, actualizar las leyes de inmigración de modo que reflejen la realidad, y modernizar los elementos del proceso político para acelerar la puesta en marcha de las reformas.

Aunque el entorno actual comparte algunas similitudes con otros periodos poscrisis, en que los responsables políticos lograron avanzar seguros en aguas peligrosas, en la actualidad hay numerosos retos de largo alcance que hacen que navegar en estos mares plagados de icebergs sea más delicado y complejo. Los riesgos de las próximas elecciones son elevados, y los votantes deben elegir una agenda que reconozca los obstáculos y trace una ruta clara y decidida. Posteriormente, todos los votantes deben subir el listón y exigir resultados para que los cargos electos cumplan sus promesas. Con las reformas adecuadas, nuestra previsión de crecimiento del PIB potencial podría incrementarse un par de puntos porcentuales y, por consiguiente, revigorizar el motor de crecimiento económico de Estados Unidos.

Atentamente,

Nathaniel Karp

Economista en Jefe para EE. UU. de BBVA

2. Situación global

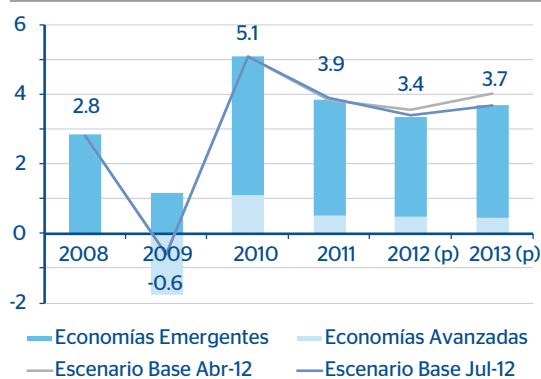
¿Qué tiene que pasar para que mejore el crecimiento mundial?

Tras el deterioro de las condiciones económicas mundiales en el primer semestre de 2012, nuestro escenario actual sigue contemplando un ligero repunte económico en 2013. Sin embargo, dicho repunte dependerá de respuestas políticas muy inciertas. Algunas medidas ya han entrado en vigor, pero necesitan una implementación adecuada, en tanto que se han anunciado otras que todavía no fueron implementadas. Nuestra previsión de crecimiento del PIB mundial se sitúa en el 3,5% en 2012-2013, y parte del supuesto de que se implementarán medidas políticas para evitar la crisis financiera en Europa y un fuerte ajuste fiscal en EE. UU., y que aumentarán las tasas de crecimiento de las economías emergentes. Sin embargo, si las políticas económicas no consiguen estos objetivos, la desaceleración actual se intensificará en lo que queda de 2012 y a lo largo de 2013. En este escenario, el crecimiento del PIB en 2013 podría ser el más débil en 30 años, exceptuando la recesión de 2009.

En una cumbre europea celebrada en junio, los líderes de la zona euro llegaron a acuerdos sobre un sistema único de supervisión bancaria, planes de largo alcance que abarcan los universos bancario y fiscal, y medidas de apoyo al crecimiento para reforzar la unión monetaria. Sin embargo, los mecanismos de ayuda financiera aprobados para garantizar la estabilidad financiera (es decir, el FEEF y el MEDE) deben utilizarse en todo su potencial, y lo antes posible, para evitar un "accidente" financiero.¹ Esta es la única forma de asegurar que las economías con dificultades tengan acceso a los mercados financieros, a la vez que se implementan los planes de consolidación fiscal y las reformas estructurales. También debe incluirse la participación del BCE.

Gráfica 1

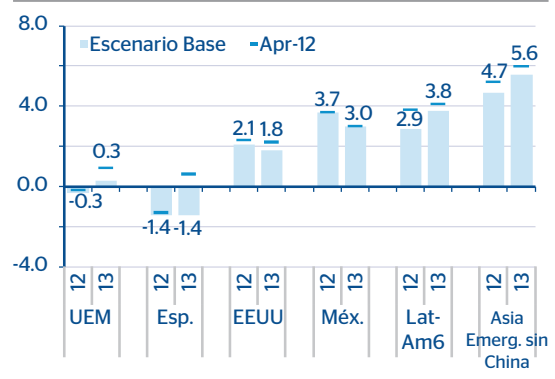
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

Crecimiento del PIB por zona (%)



Fuentes: Datastream y BBVA Research

Por otro lado, en los países en desarrollo, la volatilidad de las entradas de capital podría aumentar debido a las idas y venidas de la crisis de la zona euro de una parte, y a la incertidumbre en torno a la política monetaria de EE. UU. de la otra. Las economías que tienen margen para aplicar estímulos políticos necesitan medidas que impulsen la demanda interna a efectos de mitigar la desaceleración externa. Es probable que las economías emergentes sean los principales motores que impulsen la ligera aceleración del PIB mundial en 2013. En América Latina, a pesar de la revisión a la baja generalizada de nuestras previsiones de crecimiento, las estimaciones para México se mantienen sin cambios: 3,7% para 2012 y 3,0% para 2013, gracias a los positivos datos de actividad del IS12, la continuación de las condiciones financieras favorables en el mercado interno y la mayor competitividad. En Brasil, en cambio, las previsiones de crecimiento se han revisado considerablemente a la baja, hasta el 2,2% desde el 3,3%, debido a la menor demanda externa, a la desaceleración de la actividad crediticia y al descenso de la competitividad. Estas tendencias nos advierten

¹ El "accidente" financiero podría adoptar diversas formas, como por ejemplo la falta de demanda para las emisiones de bonos soberanos de las economías periféricas.

de los riesgos del modelo de crecimiento actual, así como de su excesivo énfasis en el consumo privado y en la expansión del crédito. No obstante, aún se prevé que la actividad se recuperará en los próximos trimestres como consecuencia de unas condiciones monetarias favorables sin precedentes.

En China, el crecimiento de la primera mitad del año se desaceleró más de lo previsto. En consecuencia, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-13. No obstante, las medidas monetarias y fiscales deberían apoyar el crecimiento, por lo que se produciría un repunte del crecimiento del PIB de hasta el 8,3% en 2013, medio punto porcentual por encima de la tasa de 2012. En el resto de Asia también hay margen para aplicar políticas de estímulo que fomenten el crecimiento. No obstante, existen riesgos a la baja, entre los que se incluyen un fuerte empeoramiento de la demanda externa agravado por las actuales fragilidades financieras internas.

La gobernanza es un factor clave para la resolución de la crisis del euro

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los esfuerzos de la zona euro para afianzar la gobernanza irán precedidos de un mayor deterioro financiero. Si este fuera el caso, se necesitarían intervenciones masivas destinadas a garantizar la estabilidad financiera. Las decisiones que ya se han tomado, si se implementan de forma rápida y enérgica, podrían ser suficientes. Estas medidas incluyen eliminar en España el riesgo de que se produzca un círculo vicioso entre la deuda soberana y la solvencia bancaria, y estabilizar los mercados financieros de toda la zona euro mediante el uso activo del FEEF y el MEDE para comprar deuda en los mercados primario y secundario. Las recientes medidas políticas adoptadas en España para frenar el déficit fiscal, unidas a la firme postura de apoyo del presidente del BCE, están contribuyendo a aliviar las tensiones.

Los países de la zona euro tienen que resolver la restricción de liquidez en algunos mercados. Estas limitaciones son consecuencia de que los participantes del mercado no descartan totalmente la ruptura del euro. Mientras persista esta situación, el riesgo de que el euro quiebre alimentará la fragmentación de los flujos financieros entre países e impedirá el acceso a los mercados de financiación mayorista a los países que tienen una posición de deuda con respecto a otros países europeos. Así, la rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, junto con el acceso a la financiación del BCE, son factores clave para eliminar el riesgo de ruptura de la zona euro. Aunque existe voluntad política de reforzar la gobernanza y las instituciones de la Unión Monetaria Europea, la implementación de las medidas apropiadas va con retraso con respecto a las expectativas del mercado. No obstante, la ruptura del euro es un escenario de riesgo extremo, y tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para establecer instituciones comunes para la supervisión bancaria, la garantía de depósitos y la resolución de los problemas de la banca. Estas medidas conllevan la transferencia de la soberanía nacional a las instituciones europeas, así como alguna forma de distribución del pasivo o mutualización de la deuda. Si se abordan correctamente los obstáculos que nos aguardan, el crecimiento mundial podría ir recuperándose gradualmente en el 2012.

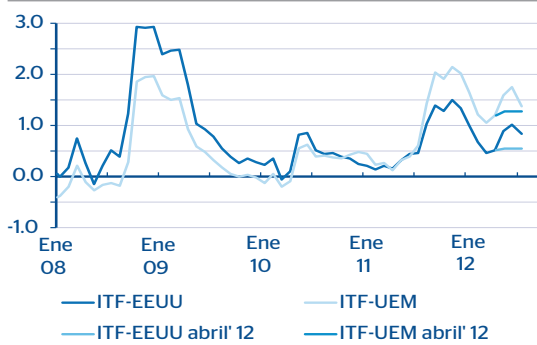
En resumen, hemos revisado a la baja nuestras previsiones anteriores debido a las continuas tensiones financieras derivadas de la crisis de la zona euro y del actual deterioro de la confianza en la economía mundial. Este escenario implica un periodo de estancamiento en la zona euro en 2012-13. Incluso después de esta revisión, el equilibrio de los riesgos sigue inclinado a la baja, dada la probabilidad de que las medidas aprobadas se pongan en marcha con excesiva lentitud debido a cuestiones de política interna en algunos países. Si tal fuese el caso, el riesgo de recesión en Europa en 2013 sería importante, especialmente en países periféricos como España e Italia.

Desequilibrios mundiales y aversión al riesgo afectan la distribución de activos

El desenlace de los problemas económicos actuales es muy incierto debido a que entran en juego consideraciones políticas y económicas que pueden no ser coherentes con las iniciativas para resolver una crisis supranacional. El escenario de riesgo parece estar más centrado en los países desarrollados, especialmente en la zona euro, ya que las economías emergentes tienen más margen que las economías desarrolladas para implementar políticas anticíclicas porque los desequilibrios acumulados son más bajos. No es de extrañar que se hayan incrementado los flujos de capital desde Europa hacia EE. UU. y las economías emergentes. Desde finales de mayo, cuando los mercados empezaron a darse cuenta de que la economía de EE. UU. estaba perdiendo fuerza, las rentabilidades de los bonos estadounidenses y alemanes,

que tradicionalmente se han considerado activos soberanos libres de riesgo, han caído hasta situarse en mínimos históricos. Desde finales de junio, las dudas en torno a la capacidad de llegar a una solución rápida para la crisis del euro ejercen presiones en la misma dirección. Las entradas de capitales extranjeros, que han alcanzado cifras récord, buscan rentabilidad en economías con menor riesgo de contagio y con buenas políticas macroeconómicas y perspectivas de crecimiento. Los bonos soberanos periféricos se perciben como alternativas más arriesgadas, en tanto que la rentabilidad de la deuda pública de economías emergentes como México y Colombia ha caído a mínimos históricos.

Gráfica 3
Índice de tensiones financieras, BBVA Research (*)



(*) Sigue la tendencia de una serie de variables financieras, incluida la volatilidad de los mercados de valores, los tipos de interés y los tipos de cambio, el riesgo soberano, crediticio y corporativo, y las tensiones de liquidez. Fuente: BBVA Research

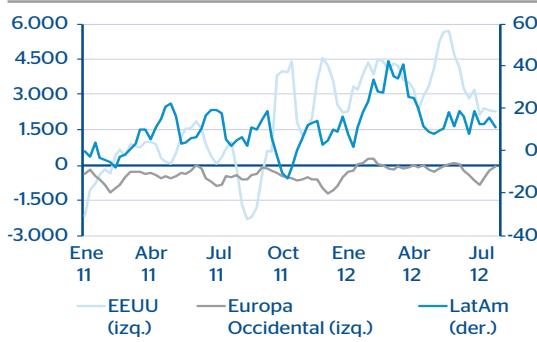
Gráfica 4
Tasa de cambio dólar-euro y primas de riesgo española e italiana. Diferencial medio simple frente al bono alemán a 10 años, en pb; índice 1 enero 11=100



Fuentes: BBVA Research y EPFR

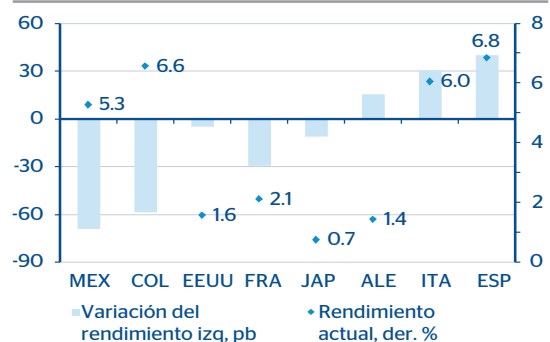
No obstante, en este escenario existen riesgos para la sostenibilidad. Aparte de los cambios en la inflación interna o en las perspectivas de crecimiento como consecuencia del aumento de las rentabilidades, otros factores globales (como el trastorno sistémico de la zona euro) podrían hacer desaparecer el estatus de valor refugio que han adquirido recientemente determinados activos de las economías emergentes. En un escenario de trastorno "tipo Lehman", queda por ver si podrían conservar las fortalezas internas, pues solo se considerarían libres de riesgo las economías que tuvieran su propia moneda, un banco central que actuara como prestamista de último recurso, y no tuvieran ningún desequilibrio externo importante. Además, la mayor expansión del balance la Fed animaría a los inversores a dejar la renta fija e inclinarse por los mercados de renta variable, especialmente si no hay indicios claros de nuevas medidas de flexibilización monetaria en estas economías emergentes

Gráfica 5
Flujos de deuda soberana (miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y EPFR

Gráfica 6
Rendimiento de los bonos a largo plazo (10 años); variación desde comienzos de junio (pb)



Fuente: BBVA Research

3. Situación de EE. UU.

Evaluación de los riesgos económicos en la segunda mitad de 2012

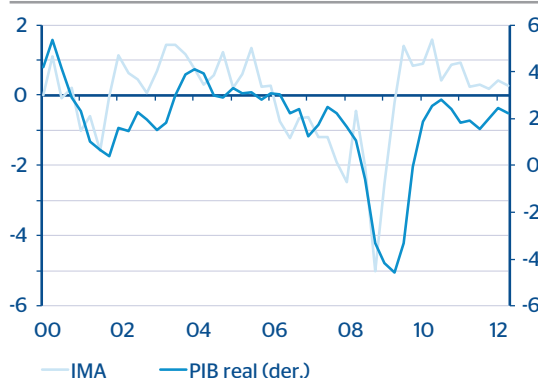
Las noticias económicas siguen decepcionando en todos los sectores, y ya pasado el ecuador del año, valdría la pena evaluar si estas tendencias persistirán en la última parte del 2S12. El impulso de crecimiento se ha ralentizado claramente desde el comienzo del año según la Oficina de Análisis Económicos, que confirmó la desaceleración económica en el 2T12 al publicar que la tasa de crecimiento adelantada del PIB se sitúa en el 1,5% intertrimestral anualizado y desestacionalizado. Es una tasa ligeramente inferior a la del crecimiento registrado en el 1T12, que tras su revisión al alza pasó del 1,9% al 2,0%. La desaceleración del segundo trimestre se debió en gran medida a la desaceleración del consumo privado (PCE), que cayó al 1,5% desde el 2,4% del 1T12, además del menor crecimiento de la inversión fija residencial y no residencial. A pesar de que los datos sobre el gasto en construcción fueron algo más positivos, las estructuras no residenciales se desaceleraron considerablemente después de haber subido un 12,9% en el primer trimestre. Las exportaciones se aceleraron, pero no lo suficiente como para contrarrestar el avance de las importaciones durante el trimestre. La inversión en inventarios privados fue más fuerte, y la variación en las existencias privadas reales aportó 0,32 pp al PIB tras una contribución negativa de 0,39 pp en el 1T12. Si el consumo no aumenta lo suficiente como para compensar esta reposición de existencias, podríamos ver una producción más lenta en los próximos meses.

En cuanto a las revisiones anuales, la mayor parte de los datos solo han cambiado ligeramente con respecto a las estimaciones anteriores. El crecimiento anual de 2009 se revisó al alza, de -3,5% a -3,1%, el de 2010 se revisó a la baja, de 3,0% a 2,4%, y el de 2011 se revisó al alza, de 1,7% a 1,8%. La variación de 2011 se produjo sobre todo en el segundo y cuarto trimestre, con revisiones considerablemente al alza hasta situarse en 2,5% y 4,1% respectivamente, como consecuencia de las revisiones al alza del PCE y de la inversión en existencias, aunque el primer trimestre de 2011 se revisó todavía más a la baja. En general, la revisión media ha sido de 0,7 puntos porcentuales en los 13 trimestres que van desde 2009 hasta el presente.

Aunque el crecimiento del segundo trimestre fue ligeramente inferior a lo previsto, todavía seguimos dentro del objetivo según nuestro escenario central actualizado para el año. Nuestras previsiones recientemente revisadas de un crecimiento del 2,1% en el PIB real presuponen una aceleración en la segunda mitad del año, que esperamos que sea más fuerte una vez que desaparezcan los factores temporales. Sin embargo, los indicadores macroeconómicos más recientes apuntan hacia un escenario económico frágil en el trimestre actual, y destacan el hecho de que todavía hay riesgos a la baja para nuestro escenario central correspondiente al segundo semestre.

Gráfica 7

Crecimiento del PIB real e Índice mensual de actividad del BBVA (variación % 4T)



Fuentes: Oficina de Análisis Económicos de EE. UU. y BBVA Research

Cuadro 1

Crecimiento del PIB real e Índice mensual de actividad del BBVA (variación % 4T)

Índice BBVA	Actual-mente	Hace 3 meses	Hace 6 meses	Hace 12 meses
Índice de actividad mensual*	0.22	0.33	0.41	0.43
Vivienda	2.61	2.07	-0.08	0.50
PNR	-0.52	0.26	1.41	-0.66
Empleo	-0.57	-0.93	0.42	0.43
Confianza econó.	-0.31	-0.28	0.16	-0.29
Finanzas	-0.28	-0.19	0.27	-0.13
Inversión	-0.45	0.21	0.47	0.02
Producción	-0.47	-0.41	-0.12	-0.81
Precios	-1.21	-0.74	-1.23	-0.75
Comercio	0.01	-0.89	-0.57	1.03
Banca	-0.72	-0.70	-1.39	-3.52

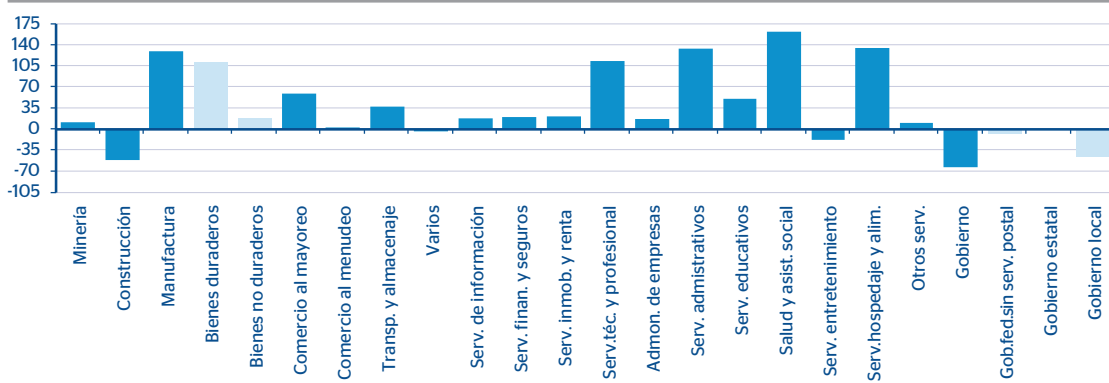
Fuente: BBVA Research

El segundo trimestre también se caracterizó por el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo; el empleo no agrícola solo se incrementó en 73.000 puestos al mes, en comparación a los 226.000 puestos del primer trimestre. El crecimiento del empleo parece haber repuntado hasta un nivel más saludable en julio, pero el hecho de que la tasa de desempleo haya subido de nuevo al 8,3% indica, sin duda, la persistencia de la debilidad en el mercado de trabajo. El empleo no agrícola se incrementó en 163.000 puestos de trabajo en julio, por encima de las expectativas del consenso, que esperaba un avance de 100.000 puestos. La estimación de junio se revisó a la baja de 80.000 a 64.000 empleos, lo que da un incremento medio mensual de tan solo 73.000 empleos en el 2T12. Dentro del total, el empleo privado se incrementó en 172.000 puestos, la mayor subida desde febrero, mientras que la producción manufacturera registró un sorprendente aumento de 25.000 puestos. Si bien pudimos achacar en parte a factores estacionales la debilidad del crecimiento del empleo en el 2T12, el informe sobre el empleo de julio refleja con más exactitud las últimas tendencias de la actividad económica. Los datos apoyan el argumento de que al haber sido el invierno más cálido de lo habitual, en el primer trimestre se produjo un crecimiento del empleo que de otro modo se hubiera producido en el segundo trimestre. Dado que el crecimiento del empleo lleva un retraso, es probable que más avanzado el año veamos de nuevo cierta desaceleración que reflejará la actual debilidad de la producción y de las condiciones de la demanda.

Por otra parte, los datos sobre ofertas de trabajo y rotación laboral (JOLTS) del 2T12 muestran algunas mejoras con respecto al 1T12 y apuntan a un mercado de trabajo más dinámico de lo que indica el informe sobre el empleo. Pero a pesar de que el crecimiento económico perdió impulso, el informe observó una aceleración en las ofertas de trabajo y las contrataciones durante el periodo. En julio, las ofertas de trabajo de junio aumentaron cerca de un 3% m/m, hasta 3.762.000, por lo que el segundo trimestre cerró con un aumento total de 315.000 ofertas, frente a las 264.000 del primer trimestre. Aunque las incertidumbres siguen pesando en la confianza y en las expectativas de las empresas, los datos indican que al menos ha habido alguna mejora en las perspectivas de la demanda. De hecho, las contrataciones descendieron ligeramente en junio, pero todavía reflejan un incremento de 148.000 durante el trimestre, casi un 65% más que en el 1T12. No es de extrañar que el sector de la construcción haya contribuido considerablemente al aumento de la contratación total, pues subió más de un 30% entre mayo y junio combinados. La actividad de la vivienda ha seguido mejorando durante el año y, a su vez, hemos observado un importante repunte en el número de contrataciones por oferta de trabajo en la construcción (también conocido como rentabilidad de vacantes). Sin embargo, el porcentaje del sector en el total de las vacantes sigue siendo muy bajo, por lo que no es probable que a corto plazo dé un impulso significativo al crecimiento total del empleo. La contratación en el sector de la producción manufacturera se ha mantenido relativamente constante, tal como se esperaba dadas las recientes desaceleraciones en la actividad del sector. En general, el empleo neto sigue aumentando a un ritmo constante, con un incremento total de 1,8 millones en el periodo de 12 meses cerrado en junio de 2012. Los datos algo divergentes observados en varios informes de empleo respaldan nuestro argumento de que las condiciones del mercado de trabajo solo mejorarán gradualmente en la segunda mitad de 2012. En cuanto al desempleo, nuestro escenario central parte del supuesto de que la tasa de desempleo se mantendrá estable a lo largo del año y mejorará ligeramente en 2013.

Gráfica 8

Crecimiento del empleo por sector, en lo que va de 2012 (variación acumulada en miles)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales y BBVA Research

En los próximos meses, las presiones inflacionistas seguirán siendo limitadas, en línea con nuestra previsión del índice general de precios revisado a la baja, que situamos en el 2,0% para 2012 debido a que los precios de las materias primas están por debajo de lo esperado. Los precios del petróleo cayeron considerablemente en el 2T12; sin embargo, otros asuntos relacionados con la energía han provocado que los precios del gas volvieran a subir a comienzos del 3T12 a pesar del lento crecimiento de la economía. El cierre de refinerías en algunas zonas del país, así como el aumento de los precios de los alimentos, han provocado recientemente un repunte de los precios del gas. Además de la energía, el aumento de los precios de los alimentos podría presionar al alza al IPC durante los próximos meses. Aunque el impacto de los precios de los alimentos sobre la inflación no es inmediato (debido a su mecanismo de transmisión retardada), si esta tendencia continúa consideramos que aumentarán las presiones de este componente más adelante en este año y en 2013. Incluso excluyendo estos dos componentes más volátiles, la inflación subyacente sigue siendo más alta como consecuencia de los aumentos constantes en los precios de la atención sanitaria y del alojamiento. Hemos revisado al alza nuestra previsión de inflación subyacente hasta el 2,1% en 2012; no obstante, la elevada capacidad ociosa de la economía debería contribuir a frenar los costes laborales y de producción. Si se produjeran importantes presiones a la baja sobre la inflación se crearía un riesgo adicional para la economía, y sería más probable que la Fed actuara en caso de que hubiera peligro de entorno deflacionista en 2013 y sucesivamente.

Cuadro 2

Escenario central, nuevo y anterior, %

		2011	2012	2013	2014
PIB	nuevo	1,7	2,1	1,8	2,3
	anterior		2,3	2,2	2,5
IPC	nuevo	3,2	2,0	1,9	2,3
	anterior		2,5	2,2	2,4
Subyacente	nuevo	1,7	2,1	1,8	1,9
	anterior		1,9	1,8	1,9
Tasa de paro	nuevo	9,0	8,2	8,1	7,6
	anterior		8,2	7,8	7,4
Fed [fdp]	nuevo	0,25	0,25	0,25	0,50
	anterior		0,25	0,25	0,50
Valores del Tesoro a 10 años [fdp]	nuevo	2,0	2,1	2,6	3,0
	anterior		2,2	2,7	3,1

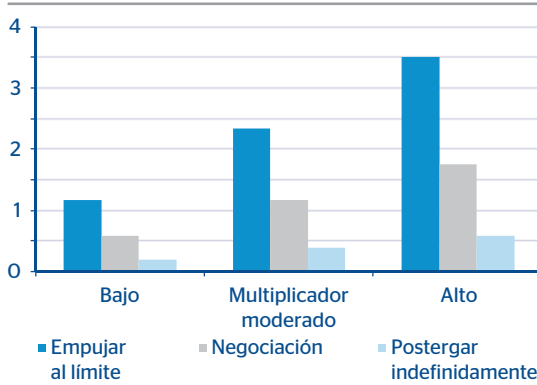
Fuente: BBVA Research

De cara al futuro, en un escenario más optimista, la debilidad económica no se agravaría, mientras que el crecimiento se estabilizaría y el impacto de la incertidumbre política o del deterioro de las condiciones sería mínimo. Con la proximidad del abismo fiscal y pendiente un acuerdo en el Congreso, la situación actual parece demasiado similar a la debacle del techo de deuda del pasado verano. Nuestro escenario central parte del supuesto de una modesta austeridad fiscal en 2013 con el fin de evitar una recesión económica. Entre los diversos componentes sobre los que se llegó a un acuerdo en el debate del año pasado, el fin de las provisiones tributarias sobre los impuestos sobre la renta y sobre el patrimonio es el que tendría mayor impacto en el PIB. En el caso de que se sigan políticas arriesgadas y no se alcance ningún compromiso, el impacto resultante se aproximaría al 3,9% del PIB. Aunque el Congreso no está avalado por un historial prestigioso en lo que respecta a tomar decisiones a tiempo, es probable que al menos lleguen a un acuerdo sobre algunas partidas, mientras que pueden seguir postergando otros problemas.

El gasto público es un componente clave del PIB que, se espera, se mantendrá negativo durante bastante tiempo. En términos intertrimestrales anualizados y desestacionalizados, el consumo del gobierno ha caído desde el primer trimestre de 2010. La defensa nacional es el principal elemento cíclico del total del gasto público, que a pesar de haberse reducido desde mediados de 2010 sigue muy por encima de las tendencias históricas. Si excluimos la defensa nacional, los gastos del gobierno han llegado al nivel más bajo desde 2005. La cuota de gasto en defensa nacional como porcentaje del total del PIB tocó fondo en 2000, pero ahora se sitúa un poco por encima, en torno al 5,0%. Sin embargo, los gastos totales del gobierno ya han bajado a un nuevo mínimo del 18,25% del PIB. Dados los planes propuestos para efectuar más recortes de los gastos en defensa, es poco probable que el próximo año veamos una aportación significativa de la administración al crecimiento del PIB.

Gráfica 9

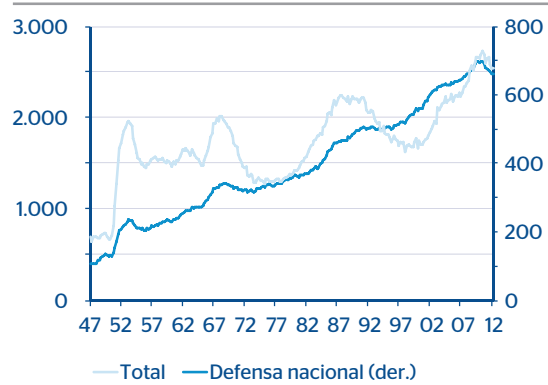
Caída estimada en el crecimiento del PIB real por el abismo fiscal (% anual, 2013)



Fuentes: CBO y BBVA Research

Gráfica 10

Gastos de consumo del gobierno (en miles de millones de dólares reales)



Fuentes: Oficina de Análisis Económicos de EE. UU. y BBVA Research

Ante los recientes altibajos en los datos económicos, no es de extrañar que la Reserva Federal mantenga su cautela sobre la sostenibilidad de la recuperación. El último comunicado tras la reunión del FOMC no incluyó ningún anuncio sobre medidas adicionales en política monetaria, pero sí señaló que las perspectivas económicas son más débiles, como demuestran los datos más recientes. En el periodo entre reuniones, los datos económicos se han deteriorado, pero no lo suficiente como para convencer a todos los miembros del comité de que es necesario adoptar nuevas medidas. El hecho de que no haya cambios significativos en la declaración tras la reunión y la falta de medidas políticas ponen de manifiesto el intenso debate que hay dentro del FOMC, por lo que se necesitará más tiempo para llegar a un acuerdo mayoritario. El informe sobre el empleo de julio, mejor de lo esperado, respalda esta opinión.

Y lo que es más importante, la Fed está a la espera de que el Congreso aborde el inminente abismo fiscal, y prevemos que una tercera ronda de flexibilización cuantitativa (QE3) será una opción cada vez más atractiva a medida que pase el tiempo sin que se hagan progresos en materia fiscal. En última instancia, creemos que la Fed contempla seriamente tomar nuevas medidas, pero necesita constatar más datos y tener más tiempo para el debate. Esperamos que la Fed tome medidas si las condiciones económicas siguen deteriorándose, en cuyo caso el escenario más probable sería una nueva flexibilización cuantitativa. Otras opciones que están sobre la mesa son los cambios en las directrices de la política monetaria de la Fed, una reducción del tipo de interés de las reservas o un programa como el TALF. La Fed podría implementar sus opciones una a una o combinándolas. Sin embargo, estas medidas no son los sustitutos perfectos y su impacto sobre la actividad económica es muy incierto.

Aunque seguimos siendo relativamente optimistas y pensamos que las recientes tendencias apuntan solo a una desaceleración y no a un estancamiento del crecimiento, prevalecen los riesgos a la baja. Nuestro escenario de riesgo asume que las tendencias de debilidad persistirán a lo largo del año, con efectos negativos adicionales derivados de la incertidumbre política, de la profundización de la crisis y de las tensiones financieras europeas, y de una austeridad fiscal más acusada. En caso de que se intensificaran estos riesgos, la economía caería probablemente en recesión. Esta situación se agravaría en un entorno deflacionista, lo que podría dar como resultado una respuesta política creciente y agresiva de repercusiones limitadas y marginales. Para la Fed, el escenario presentaría importantes riesgos a la baja en un nuevo marco de crisis sobre el cual se carece de antecedentes.

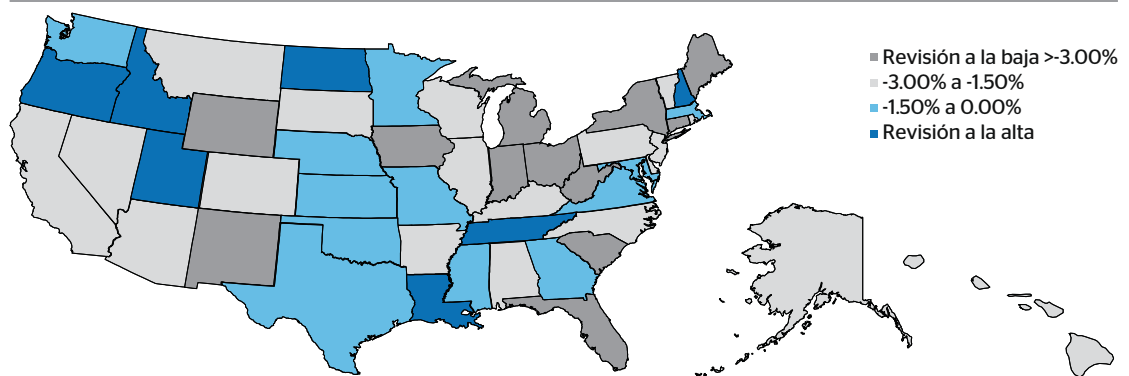
4. El impacto regional de la recesión queda ahora claro

Las cifras del PIB de 2011, desglosado por estados, publicadas este verano confirman tanto el impacto de la recesión a nivel estatal como nuestras previsiones de crecimiento en la región del Sunbelt. Con esta publicación, la Oficina de Análisis Económicos revisó las estimaciones del PIB por estados correspondientes al periodo 2008-2010 para ajustarlas a las estimaciones del PIB nacional. Así pues, ahora queda claro que la recesión fue más severa de lo que se pensaba anteriormente, pues en el trienio años que va desde 2008 hasta 2010, la variación acumulada en el PIB se revisó a la baja en 43 estados. Virginia Occidental, Wyoming, Míchigan, Connecticut y Nuevo México experimentaron las mayores revisiones negativas durante este periodo: 7,1 pp, 7,0 pp, 6,6 pp y 6,2 pp, respectivamente.

Aunque no se observa un patrón claro a partir de las revisiones generalizadas a la baja (aparte de la caída del sector de la vivienda y del desplome de la actividad manufacturera y de los precios de las materias primas), los estados a los que les ha ido relativamente mejor se beneficiaron de varios factores clave. El aumento de la producción relacionada con la energía, la producción manufacturera especializada y la alta tecnología son la base del periodo de recuperación después de junio de 2009, y explican las fuertes revisiones al alza de siete estados durante el periodo. Los resultados de Utah, Indiana, Luisiana, Dakota del Norte y Oregón se revisaron al alza en más de 1%, lo que en gran medida se debe a que el crecimiento fue más fuerte de lo previsto en 2010. Dakota del Norte está experimentando una rápida transformación y se está convirtiendo en un estado productor de energía y, por consiguiente, atrae a miles de trabajadores y a nuevas inversiones, de modo que crece con rapidez. Oregón se beneficia del auge de la demanda internacional de productos tecnológicos, y sus numerosas empresas manufactureras, tecnológicas y de diseño de procesadores crean riqueza y empleo en la región.

Gráfica 11

Revisiones de las estimaciones del PIB de los estados, diferencia acumulada en 2008-2010, en puntos porcentuales



Fuentes: BBVA Research, BEA / Haver Analytics

Reseña del Sunbelt

Las revisiones del periodo 2008-2010 revelan que el Grupo Bancario BBVA Compass de la región del Sunbelt se contrajo más de lo anticipado, y la caída del sector de la vivienda provocó una severa contracción de la actividad en Arizona, California y Florida. La suma de las revisiones del PIB de los siete estados ascendió a -9,7 pp en 2008 y a nada menos que a -14,6 pp en 2009. En 2010, las revisiones acumuladas al alza ascendieron a 2,8 pp. El repunte de la actividad manufacturera (especialmente la producción de vehículos) contribuyó a impulsar a Alabama un poco por encima de las expectativas. El sector de alta tecnología de las áreas metropolitanas de San Francisco, San José, Santa Clara y Sunnyvale fue responsable de prácticamente el total del crecimiento de California en 2010, y la ligera revisión al alza de la actividad ayudó a impulsar a Arizona por encima de las cifras de 2010 tras la severa contracción del 8,2% experimentada el año anterior.

Texas fue en 2010 una de las estrellas con más brillo de la región del Sunbelt, pues la producción de energía incrementó las estimaciones iniciales en 2,4 puntos porcentuales adicionales. La producción de energía y las actividades de prospección también fueron responsables del repunte de Colorado en 2010. Quizá los resultados más decepcionantes de las revisiones de la región del Sunbelt en 2009 y 2010 fueron las de Nuevo México y

Florida: las drásticas revisiones a la baja en ambos ejercicios se explican por sus debilidades internas, que se tradujeron el año pasado en un comportamiento mediocre.

Cuadro 3

Comparación de las previsiones del PIB real de 2011 del Grupo Bancario BBVA Compass de la región del Sunbelt con las estimaciones revisadas de la BEA

Estado	Previsiones del BBVA y estimaciones anteriores de la BEA			Estimaciones actuales de la BEA		
	2011*	2010	2009	2011p	2010	2009
Alabama	1.3%	2.0%	-3.0%	-0.8%	2.3%	-5.0%
Arizona	1.6%	0.7%	-5.7%	1.5%	1.1%	-8.2%
California	1.9%	1.8%	-3.7%	2.0%	1.7%	-4.7%
Colorado	1.7%	1.4%	-0.5%	1.9%	2.4%	-2.8%
Florida	1.6%	1.4%	-3.7%	0.5%	0.9%	-5.4%
Nuevo México	1.2%	1.7%	3.4%	0.2%	1.2%	0.7%
Texas	2.8%	2.8%	0.5%	3.3%	5.2%	-1.8%

*Previsiones del BBVA en el 4T11

a Estimación preliminar de la BEA publicada en junio de 2012 y sujeta a revisión en 2013

Fuentes: BBVA Research, BEA / Haver Analytics

El Sunbelt en 2011

La región del Sunbelt siguió mostrando un rendimiento superior al resto del país, aunque las fragilidades regionales fueron más acusadas en 2011. Si excluimos Alabama, el Sunbelt creció a un ritmo comparativamente mejor dadas las tendencias negativas.

Texas siguió su expansión impulsada por la energía, y creció un 3,3% en 2011. Aunque esta tasa fue más baja que en 2010, nuevos residentes acudieron en masa a Texas ya que el estado ocupó el primer lugar en creación de empleo del país. Las condiciones de extrema sequía que se dieron durante el verano de 2011 son claramente responsables de la contracción de la actividad agrícola debido a la pérdida de la producción agraria y las pérdidas por el sacrificio prematuro del ganado. Texas experimentó una caída de la producción agrícola del 21,9% que redujo el crecimiento del PIB. Sin duda, la experiencia de Texas el año pasado es una advertencia sobre lo que puede ocurrir este año en la actividad del PIB en todo EE. UU., pues la sequía persiste en más de la mitad de los condados del país. Sin embargo, la diversidad de las industrias de Texas sirvió para amortiguar la caída de la agricultura. Por ejemplo, sectores como la minería, la producción manufacturera, el comercio, la asistencia sanitaria y los servicios técnicos y profesionales contribuyeron con 2,6 pp al crecimiento total del estado en 2011. Si las cosas siguen bien en Texas, esperamos que las exportaciones continúen elevadas y el crecimiento se mantenga por encima del 3,0% en 2012.

Los resultados de Florida y Nuevo México continuaron siendo decepcionantes en 2011, pues el crecimiento se desaceleró y fue a paso de tortuga en estos estados, que registraron un 0,5% y un 0,2%, respectivamente. Aunque esperábamos una desaceleración en Nuevo México, todavía seguíamos anticipando un crecimiento por encima del 1%. El resultado por debajo de lo previsto refleja el retraso del ciclo económico de este estado y el retroceso de los precios de las materias primas en 2011. Asimismo, los recortes efectuados en los presupuestos estatales y locales se han propagado en toda la economía del estado. Estas medidas no se circunscribieron a Nuevo México, pues los recortes de la administración local también lastraron la actividad en Florida. Sin embargo, Florida sigue atravesando dificultades con su tasa de ejecuciones hipotecarias de dos dígitos y el elevado inventario de viviendas procedentes de ejecuciones hipotecarias y viviendas sin vender. Así pues, el sector de la construcción continúa incidiendo de forma negativa en el crecimiento, y el segmento de ventas y alquileres inmobiliarios ha sido el que más ha restado al crecimiento en los dos últimos años. Las caídas de este sector han reducido el crecimiento del PIB real en 0,9 pp en 2010 y 0,8 pp en 2011. Como la cuota del PIB del estado correspondiente a este sector sigue cayendo, el crecimiento económico general seguirá siendo bajo en 2012 y 2013.

Alabama sufrió contratiempos puntuales en 2011, que fueron responsables en gran medida de que se registrara una contracción del PIB peor de lo prevista, un -0,8%. En 2011, Alabama fue el único estado de la región del Sunbelt que retrocedió, y uno de los seis estados a nivel nacional. Para resumir estos contratiempos, en marzo el terremoto de Japón afectó a la producción de automóviles como consecuencia de los trastornos en las redes de proveedores, y en el verano los tornados asolaron las áreas metropolitanas y provocaron daños catastróficos y pérdidas de vidas humanas. La sequía que afectó en 2011 a la costa del Golfo desde Georgia hasta Texas redujo

la actividad agrícola del estado. Además, la contracción retardada del sector de la vivienda del estado hizo bajar la actividad. Los retrocesos de la agricultura, la construcción y el sector inmobiliario restaron un total combinado de 1,3 pp del crecimiento del PIB en 2011, lo suficiente para que el año pasado el estado volviera a la recesión. Aunque en 2011 escasearon las buenas noticias, esperamos que este año el crecimiento de Alabama sea positivo, pues los principales sectores manufactureros han repuntado y han anunciado planes de expansión que incluyen la instalación de fábricas en el estado.

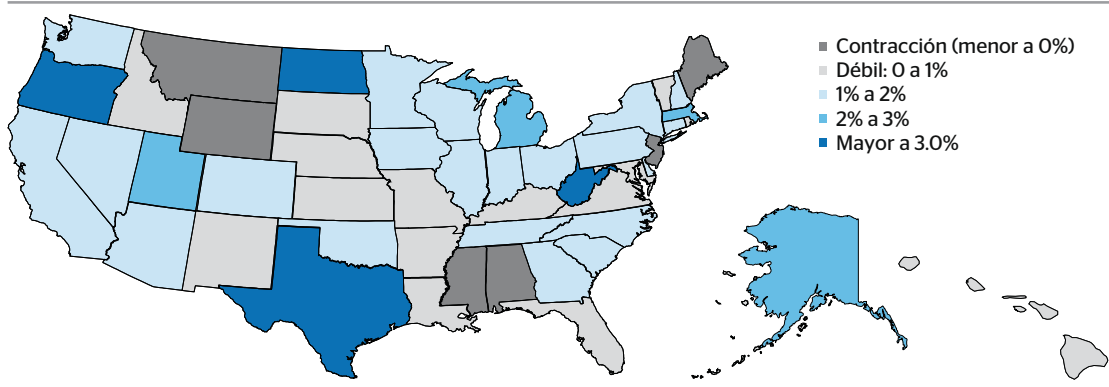
En California, Arizona y Colorado, el crecimiento de 2011 estuvo por lo general en línea con nuestras expectativas. A diferencia de otras regiones del país que experimentaron un crecimiento desigual, estas zonas pudieron aprovecharse de puntos fuertes que han sido fundamentales en un periodo de retracción de la demanda. En concreto, la minería, la producción manufacturera, el comercio y los servicios profesionales fueron los sectores que destacaron a nivel estatal. Continúa el desahogado auge de la energía: el año pasado el PIB real de la minería de Arizona, California y Colorado creció un 13,3%, 12,0% y 4,7% respectivamente, con una aportación de 0,1 a 0,25 pp al crecimiento del PIB de estos estados. El aumento de la actividad se debe en gran parte a las nuevas técnicas de perforación que han provocado una revolución tecnológica en el sector de la extracción de petróleo y gas natural. Sin entrar en descripciones técnicas, baste decir que el petróleo cuya extracción no era antes rentable ahora puede conseguirse a un coste muy inferior.

La aportación de la producción manufacturera de bienes duraderos al crecimiento se mantuvo fuerte en estos estados, por lo que sumó 0,4 y 0,6 pp al crecimiento, aunque fue menor que en 2010. Sin embargo, cabe destacar que la concentración de subsegmentos de alta tecnología y de trabajadores con elevados ingresos influyó mucho en la evolución de los estados. Este aumento del sector de la alta tecnología es autosostenible y refleja las transformaciones estructurales que conducen a la demanda de programadores y especialistas en tecnología de la información. Así, los servicios profesionales y técnicos añadieron 0,25, 0,6 y 0,4 pp al crecimiento de Arizona, California y Colorado. En Colorado, la industria informática, que incluye el sector editorial y el sector del alojamiento de datos (directamente relacionado con la inversión en tecnología punta) fue la que más contribuyó al crecimiento en 2011.

De cara al futuro, el fuerte repunte de Arizona (reflejado en la creación de empleo) es un indicio positivo para el estado en los próximos años. Las fortalezas internas y el singular perfil industrial de Colorado están contribuyendo a su éxito; sin embargo, la sequía y los incendios tendrán como resultado un crecimiento más lento del PIB en 2012. El crecimiento del PIB de California sigue siendo la historia de dos ciudades: el crecimiento aumentará en las zonas costeras, que atraen a jóvenes trabajadores tecnológicos y a residentes acomodados. El interior de California, por el contrario, seguirá atravesando dificultades con la posibilidad de nuevas quiebras municipales, una tasa de desempleo elevada, escasa creación de empleo y un elevado inventario de viviendas sin vender.

Gráfica 12

Estimaciones del PIB real de los estados en 2011, variación % a/a



Source: BBVA Research, BEA / Haver Analytics

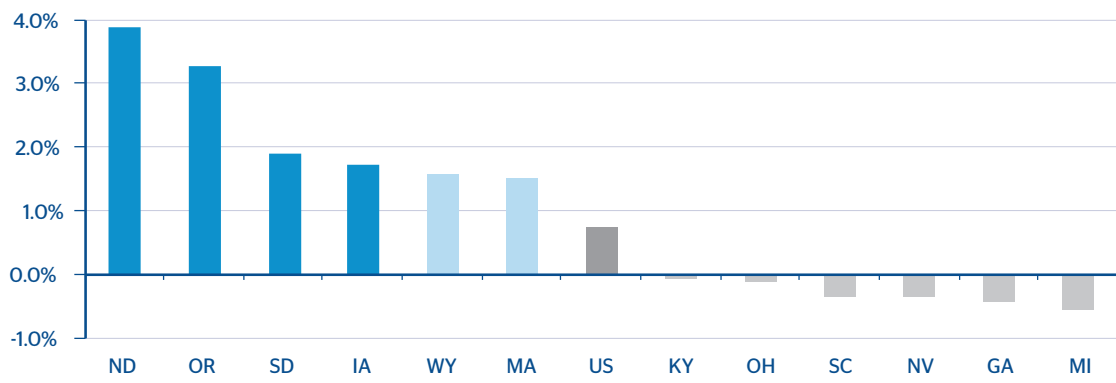
Reseña nacional

El hecho de que el crecimiento global de EE. UU. se desacelerara en 2011 hasta el 1,8% (desde el 2,4% de 2010*) indica que el crecimiento fue deficiente en algunos estados, mediocre en otros y excepcional en un puñado de ellos. El elemento esencial para el crecimiento regional de EE. UU. en 2011 fue que sectores clave a nivel regional y estatal animaron la desacelerada demanda mundial e interna y el desigual crecimiento del empleo. Por otro lado, la incertidumbre generada por la situación fiscal de EE. UU. en el 3T11 y el atolladero en el que está inmersa Europa produjeron mayor aversión al riesgo, con la consiguiente reducción del crecimiento en algunos estados. Además, la situación de sequía de una parte de Estados Unidos afectó a la producción agrícola.

No obstante, en 2011 observamos algunos indicios prometedores. Por ejemplo, las tendencias de la construcción fueron hacia el terreno positivo y casi superaron el umbral de crecimiento del 0% por primera vez desde 2003. Además, los sectores profesional, científico y técnico se expandieron en gran parte del país. Así pues, se mantienen las constantes que se materializaron durante la recuperación: la contracción de los presupuestos de los gobiernos estatales y locales pesa sobre el crecimiento general, las zonas de gran riqueza de la costa siguen superando la tasa de crecimiento global y las zonas de producción de petróleo y gas natural compensan las caídas de la construcción y el sector inmobiliario e impulsan el crecimiento del estado.

Gráfica 13

Estados con mayor y menor crecimiento en PIB per cápita, 2000-2011, tasa de crecimiento medio anual



Fuentes: BBVA Research, BEA / Haver Analytics

El crecimiento total del PIB en 2011 se situó por encima del 2,0% en ocho estados, entre el 1,0 y el 2,0% en 21 estados, entre el 0 y el 1,0% en 16 estados, y por debajo de 0 en 6. A diferencia de 2010, cuando vimos que 45 estados repuntaron hacia terreno positivo, el crecimiento de 2011 se frustró por la debilidad de la demanda interna e internacional, que redujo la actividad manufacturera. Sin embargo, Dakota del Norte ha seguido experimentando un crecimiento anómalo, pues avanzó un 7,6% interanual, cerca del doble que Oregon, el segundo estado con un crecimiento más rápido. Las nuevas tecnologías de perforación horizontal y de explotación de esquistos han catapultado la actividad minera en el yacimiento de esquistos de Bakken, lo cual ha impulsado la tasa de crecimiento del PIB del sector minero del estado hasta el 53,0% interanual. El crecimiento medio de la Costa Este puede atribuirse mayoritariamente a los ya mencionados servicios profesionales y técnicos, mientras que las caídas de la minería y los recortes de los presupuestos de las administraciones estatales y locales erosionaron los avances.

Otros estados tuvieron dificultades en 2011. En concreto, Wyoming, Misisipi y Alabama cayeron un 1,2%, 0,8% y 0,8%, respectivamente. Estas regiones se vieron desproporcionadamente afectadas por grandes caídas en la producción agrícola y en la construcción, respectivamente. A algunos estados del Medio Oeste que dependen de la agricultura, como Nebraska, Misuri y Kansas les fue mejor (0,25, 0,0 y 0,5%, respectivamente) pero todavía se quedaron muy por debajo de las tasas de crecimiento de 2010. Las tendencias negativas de la agricultura podrían ser el resultado de años consecutivos de calor extremo y bajo nivel de precipitaciones, además de la caída de la demanda mundial.

Algunas observaciones sobre el crecimiento y los riesgos actuales

Los desfavorables indicios de 2011 apuntan hacia un crecimiento tenue en 2012. Primero, la excepcional sequía que sufrieron Texas y el sur el año pasado se ha extendido a gran parte del Medio Oeste y de las llanuras. Debido a ello se reducirá sin duda la actividad del PIB agrícola real en 2012 hasta posiblemente bien entrado 2013. Segundo, el crecimiento europeo está ahora en contracción y la demanda de las economías emergentes se modera. Estas tendencias apuntan hacia riesgos a la baja para las zonas que dependen de la producción manufacturera, y afectan a los resultados de grandes empresas con operaciones importantes en estas zonas.

En tercer lugar, la transformación de EE. UU. en exportador neto de energía supone una gran ayuda para muchos estados; sin embargo, este sector necesita una serie de inversiones complementarias. Los mercados del gas natural siguen luchando contra los problemas de suministro, pues las redes de distribución actuales limitan el potencial de exportación. Además, los efectos de la producción complementaria derivados del aumento de la extracción de petróleo indican que persistirán las presiones al alza sobre la oferta de petróleo nacional. Aunque los organismos reguladores federales están examinando las repercusiones de la fracturación hidráulica en el medio ambiente, por ahora no parece haber mucho ímpetu para implementar una nueva normativa que pueda constituir una amenaza para las actividades de perforación. Por consiguiente, creemos que a corto plazo este sector seguirá siendo un líder de crecimiento para el futuro.

5. La incertidumbre frena el crecimiento mientras los responsables políticos se dirigen a un punto sin retorno

La incertidumbre sobre la política económica futura puede tener consecuencias reales en el empleo y el crecimiento, ya que las vacilaciones del entorno legislativo distorsionan las decisiones de inversión de capital. La decisión de invertir en un proyecto de capital irreversible a largo plazo está determinada por el diseño inicial y el valor actual neto del proyecto, lo cual incluye la rentabilidad esperada. No obstante, un grado de una incertidumbre excepcionalmente elevada repercute en la ecuación y puede provocar que el valor real de la opción del proyecto de capital antes citado supere la rentabilidad esperada. Así, si la incertidumbre es grave, aumenta la aversión al riesgo de las empresas, con los consiguientes efectos permanentes en los niveles de inversión total a largo plazo. Un ejemplo de incertidumbre grave podría incluir un régimen gubernamental susceptible de cambiar los dirigentes o las políticas a capricho. Sin embargo, en caso de incertidumbre política más moderada, los efectos se limitan al corto y al medio plazo.

La incertidumbre en materia de política económica derivada de la posible paralización del gobierno y las negociaciones del techo de deuda en 2011 son ejemplos de incertidumbre que entraña peligros. No obstante, las soluciones acordadas fueron temporales y la actual tensión partidista que se vive en Washington ha insensibilizado a los mercados ante los parches a corto plazo. En la actualidad, la economía de EE. UU. se enfrenta a unas expectativas políticas inciertas, pues el escenario de abismo fiscal que se avecina ha dado lugar a que los responsables políticos duden sobre las soluciones a largo plazo. Aunque los cambios legislativos actuales vinculados al inminente abismo fiscal son conocidos y están determinados por políticas anteriores, el escenario de abismo fiscal contribuye al debate sobre la incertidumbre. Las nuevas reformas del sistema de atención sanitaria, la normativa sobre la energía y las finanzas y la sostenibilidad fiscal a largo plazo también subyacen a la incertidumbre actual. La falta de resolución de estos problemas y el retraso entre diversos proyectos de ley de más de 2.400 páginas y su codificación en el Código de Reglamentos Federales no sirven sino para aumentar el nivel de incertidumbre de los mercados. No obstante, si el Congreso se reúne para abordar los retos estructurales del país y reduce la incertidumbre política, la recuperación económica podría cobrar fuerza y mejorar la competitividad.

Gráfica 14

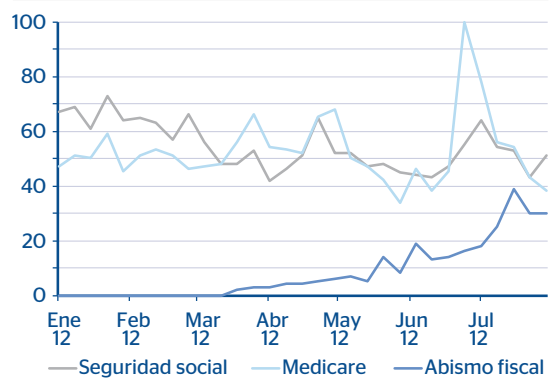
Correlación móvil con BBVA Índice de incertidumbre



Fuentes: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfica 15

Google Trends: Seguridad Social y Medicare frente al abismo fiscal



Fuentes: BBVA Research y Google

Hemos desarrollado un modelo para cuantificar los efectos de la incertidumbre. Después de modelar una serie temporal de incertidumbre efectuamos pruebas posteriores a las estimaciones para determinar cómo puede la incertidumbre afectar a los diversos aspectos de la economía de EE. UU. En un escenario similar al del debate sobre el techo de deuda de 2011, en el que los mercados no pueden formular expectativas a corto plazo sobre la trayectoria futura de las medidas políticas, las consecuencias de la reducción del empleo, el crecimiento y la inversión serían importantes. Yendo aún más lejos, un periodo prolongado en el que se adopten posturas inflexibles en el Congreso y se legisle a base de medidas provisionales podría tener un efecto desmoralizador sobre la confianza de los mercados a largo plazo. No obstante, la elevada incertidumbre —y, por consiguiente las perspectivas de bajo crecimiento económico— no son un resultado inevitable: los responsables políticos son los que llevan las riendas, y son también quienes están capacitados para reducir dicha incertidumbre.

Incertidumbre sobre la política económica: el coste de la espera

La incertidumbre se define dentro de un amplio espectro. En sentido estricto, la incertidumbre es la incapacidad de formar expectativas sólidas acerca del futuro. Si los agentes económicos pueden prever un conjunto finito de resultados futuros, pueden hacer planes en consecuencia, pero si se les presenta un conjunto infinito de resultados, es imposible hacer planes para todos los casos. La manifestación de incertidumbre más estricta pierde sustancia, lo que significa que no puede medirse directamente en los mercados ni en la economía real. Consideremos, por ejemplo, el riesgo de paralización del gobierno durante la primavera de 2011, el debate sobre el techo de deuda un par de meses después, y el fracaso de la Comisión paritaria sobre la reducción del déficit en noviembre. Como ambas partes se dieron a la palabrería política ante la posibilidad de impago soberano en EE. UU., no había forma de prever cómo ni cuándo terminarían las negociaciones ni qué resultados se materializarían a partir de las conversaciones. Como los mercados responden a los datos del conjunto de información del presente, las expectativas futuras deben formarse asignando una distribución de probabilidad sobre los resultados posibles según la información más reciente de la que se dispone. Pero la incertidumbre enturbia este marco racional de expectativas, pues los agentes no pueden distribuir las probabilidades sobre un conjunto infinito de resultados, y los datos actuales ofrecen poca o nula claridad para actualizar la distribución.

La incertidumbre es también un proceso iterativo de recogida de información. En la mayoría de los casos no hay suficientes estímulos para que un solo evento cambie las expectativas del mercado. Los cambios de régimen o las revoluciones son ejemplos de casos que podrían cambiar rápidamente la incertidumbre hasta un punto en que las empresas optasen por renunciar a la inversión. Sin embargo, en el caso de EE. UU. no existe esta preocupación. Por el contrario, la incertidumbre de EE. UU. es la respuesta a multitud de acuerdos reiteradamente fallidos. Por ejemplo, durante la negociación sobre el techo de deuda, los sucesivos fracasos a la hora de alcanzar un acuerdo sobre un asunto que debería haber sido rutinario dieron como resultado un sacudón paralizante para las expectativas políticas de los mercados. En esta oportunidad no hubo cambios rápidos y, durante la mayor parte del proceso, los mercados anticiparon que se alcanzaría un acuerdo. Pero al no concretarse dicho arreglo se produjo la incertidumbre. Una vez que esto ocurre, el valor de la opción de esperar para tomar decisiones se convierte en positivo; por ejemplo, el coste de oportunidad de esperar otro mes para obtener más información y mayor claridad antes de hacer una inversión de capital es mayor que la rentabilidad que se espera hoy día.

En función de la magnitud del sacudón de la incertidumbre política puede haber efectos a corto plazo sobre la inversión, o efectos a medio y a largo plazo susceptibles de reducir permanentemente las existencias de capital de la economía. En su forma más simple, los efectos a corto plazo son comparables a un ciclo económico tradicional en el que un número suficiente de empresas renuncia a invertir y en el que el crecimiento cae a corto plazo. El repunte en el periodo subsiguiente devuelve la economía a su potencial a largo plazo. Por lo general, esta reducción de la inversión es transitoria y sus efectos son insignificantes para las existencias de capital a largo plazo. Una vez que la economía se recupera, las empresas responden a la mejora de la rentabilidad y de la información, así como a la menor incertidumbre política, incrementando la inversión por encima de los niveles de las tendencias a largo plazo y, por tanto, compensan la reducción a corto plazo. Este tipo de incertidumbre puede pasar inadvertido durante los altibajos de los ciclos económicos normales.

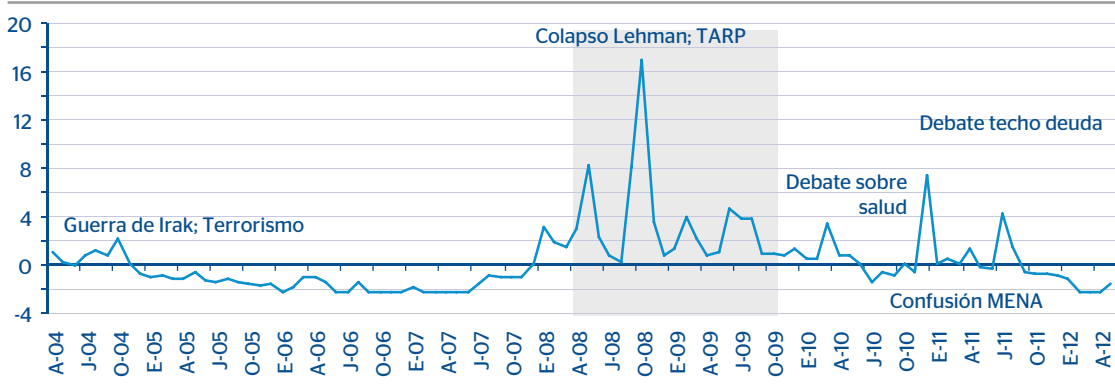
Sin embargo, si las expectativas políticas se mantienen en niveles deprimidos a medio plazo y las empresas se adaptan a una nueva norma de políticas indefinidas los niveles de capital a largo plazo, pueden caer. Si la incertidumbre llega a este umbral, la tendencia de inversión a largo plazo tornará a la baja durante un periodo indefinido. En este entorno de hiperaversión al riesgo, las empresas dejan de ser sensibles a los datos positivos y los responsables políticos se quedan sin herramientas para mitigar la inquietud de los mercados sin un compromiso formal. En un entorno de estas características, los agentes económicos solo responden a los estímulos negativos, y este cambio produce un círculo vicioso autopropagable que puede tener consecuencias desastrosas para las existencias de capital de una economía.

Como no podemos separar los sacudones de la incertidumbre de los trastornos convencionales de la oferta y la demanda, cabe señalar que los periodos de gran incertidumbre no siempre corresponden al declive observado en la inversión. Por ejemplo, si las expectativas de rentabilidad actuales aumentan debido a un trastorno de la demanda, aumentará el valor actual neto de una inversión y, por consiguiente, el coste de oportunidad de espera será demasiado grande para quedarse inactivo. En el caso de que la demanda de los mercados emergentes se mantenga fuerte, las empresas seguirán invirtiendo en proyectos a pesar de la moderada incertidumbre política. Sin embargo, la incertidumbre política puede distorsionar el patrón de inversión: las empresas multinacionales de EE. UU. pueden optar por contratar trabajadores y hacer inversiones en el extranjero para aprovechar la creciente demanda mundial. Además, en un momento en que la economía necesita atraer capitales de todas las fuentes, los flujos de inversión hacia EE. UU. podrían caer si las empresas extranjeras perciben una gran incertidumbre y no tienen un panorama claro sobre las reglas del juego.

Incertidumbre, descenso desde los máximos de 2011

Gráfica 16

Índice de incertidumbre del BBVA (recesión=área sombreada)

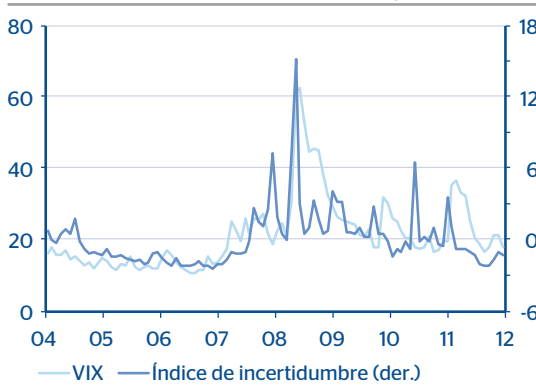


Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Partiendo de que la incertidumbre puede influir en los ciclos económicos a corto y a medio plazo, hemos desarrollado un sistema de medición que suma el número de búsquedas de unos determinados términos asociados con la incertidumbre en materia de política económica, como “impuestos” o “fiscal”. Dado que el malestar fiscal de EE. UU. se ha agrupado bajo el paraguas del abismo fiscal, hemos añadido un término de búsqueda para abismo fiscal en lugar del techo de deuda, aunque persisten los problemas con la gestión del techo de deuda. Los quince términos de búsqueda se han compilado utilizando Google Trends (Insights), tras lo cual utilizamos el análisis de componentes principales para desglosar la dimensionalidad del problema en componentes que expliquen el mayor porcentaje de covariación entre los términos de búsqueda. A continuación, utilizamos el conjunto reducido de factores como patrón de medida de la incertidumbre no observada en materia de política económica. Aunque la muestra es pequeña (8 años), creemos que hay suficiente variación para distinguir entre los movimientos engañosos de los volúmenes de búsqueda y los movimientos reales de la incertidumbre. Sin embargo, hay una clara desventaja en estos supuestos: tenemos que suponer que los movimientos de una determinada serie están correlacionados con los crecientes niveles de incertidumbre de la economía. Pero, en general (como hemos visto en el capítulo 4), los fuertes movimientos de nuestro índice coinciden con los periodos que hemos caracterizado como más inciertos. Además, los resultados obtenidos son coherentes con nuestra intuición a priori sobre diversos indicadores económicos.

Gráfica 17

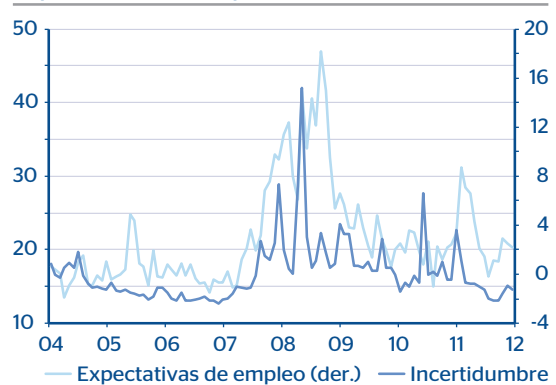
Índice de incertidumbre del BBVA y VIX



Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Gráfica 18

Índice de incertidumbre del BBVA y expectativas de empleo



Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Tras compilar la información y aplicar una matriz de ponderación, nos queda un índice de serie de tiempo de la incertidumbre de la política económica de EE. UU. (véase el gráfico 16), que abarca desde abril de 2004 hasta julio de 2012. Es importante observar que nuestro índice también incluye la incertidumbre geopolítica y

financiera, aunque en menor grado. Incluimos estos factores para incorporar los efectos contemporáneos de otras formas de incertidumbre importantes. Sin embargo, el epicentro sigue siendo la incertidumbre de la política económica. Es de destacar que nuestro modelo indica que la incertidumbre sobre la política económica está actualmente por debajo de su media normalizada y de los niveles alcanzados durante el debate del techo de deuda. No obstante, está por encima de los niveles mínimos de abril, lo que refleja la incertidumbre acumulada con respecto al abismo fiscal. El gráfico 15 también indica que la incertidumbre con respecto al abismo fiscal va en aumento, mientras que otros problemas como el de Medicaid y la Seguridad Social están perdiendo importancia relativa por cuanto las resoluciones han sido escasas o nulas con respecto a su sostenibilidad fiscal. En total, nuestro modelo indica que la incertidumbre se mantiene en niveles comparativamente bajos, pero si se continúa en punto muerto por motivos partidistas, podría girarse la balanza.

Las nuevas caras de la incertidumbre

El abismo fiscal, un vestigio de los debates sobre el techo de deuda de 2011, se ha convertido en el epítome de la mala gestión fiscal y la falta de planificación de la deuda a largo plazo, factores que siguen lastrando las expectativas de los mercados. Básicamente, los desencadenantes automáticos de la reducción del gasto que se acordaron el pasado verano entrarán en vigor el 1 de enero. Además, las reducciones de impuestos de la era Bush terminarán el 31 de diciembre tras una serie de prórrogas provisionales, sobre un trasfondo de falta de compromiso a largo plazo. Hay otras cuestiones integradas en el abismo fiscal —como el impuesto alternativo mínimo, la prórroga del recorte de las deducciones salariales y la reducción de los porcentajes de reembolso de Medicare— que tienen relación con la incertidumbre que rodea a la política fiscal. Sin embargo, creemos que el abismo fiscal se diferencia de la incertidumbre política en general porque está efectivamente contemplado en la legislación actual. No obstante, también creemos que los mercados se han hartado de las mezquindades políticas del Congreso y de la discordia de los dos últimos años. Esta intolerancia se comprobará durante las negociaciones, a medida que los mercados estén cada vez más inseguros de los resultados.

También hay otras áreas políticas clave que necesitan claridad: la atención sanitaria sigue a la cabeza de la lista. La aceleración del coste de la atención sanitaria, los mercados de seguros no competitivos, las crecientes tensiones a propósito del sistema de salud derivadas del aumento de los niveles de obesidad y del envejecimiento de la población, indican que los mercados privados no han podido ofrecer una atención sanitaria económica y eficaz y que, por consiguiente, será necesario cierto grado de intervención gubernamental. El nivel de intervención es discutible, pero no hay nada instrumentado para poner coto a la ineficacia de la regulación parcial. Las ineficacias creadas por la regulación parcial han creado una mezcla explosiva de incertidumbre política y regulatoria agravada por la retórica partidista con respecto a la Ley de Sanidad Asequible. Las incertidumbres combinadas apuntan más a efectos a largo plazo sobre el capital que a caídas cíclicas a corto plazo. Dada la actual debilidad sistémica, la creciente incertidumbre podría reducir los flujos de capitales y los beneficios del sector. Aunque el fallo del Tribunal Supremo sobre la constitucionalidad de la Ley de Sanidad Asequible supuso un respaldo para el futuro de la política de atención sanitaria, las promesas de los políticos de que intentarán revocar la ley reducen la capacidad de los participantes del mercado para anticipar el futuro de la política.

Los mercados energético, financiero y agrícola también sufren por falta de claridad del futuro político. La amenaza de nuevas regulaciones onerosas aumenta la incertidumbre. En el sector financiero, la normativa propuesta derivada de la Ley Dodd-Frank aumentará los costes de explotación y reducirá la rentabilidad de los bancos, limitando así las nuevas inversiones en el sector y obligando a algunas instituciones a cerrar. Además, las nuevas tecnologías de perforación en el sector del petróleo y el gas han sido cuestionadas por grupos ecologistas que las consideran inseguras. Aunque no hay consenso acerca de si estas tecnologías son o no causa directa de actividad sísmica o contaminación de las aguas, la falta de una orientación política firme está dando pie a un entorno de inversión tibio en un sector que ha desempeñado un papel fundamental durante la recuperación.

Aparte de los retos de la industria, la sostenibilidad fiscal de EE. UU. a largo plazo sigue siendo el factor más influyente en la ecuación de la incertidumbre. Unas políticas fiscales audaces y a largo plazo que aborden la sostenibilidad fiscal del país a largo plazo deberían surtir efecto en todas las áreas mencionadas. Sin embargo, si los problemas no se arreglan, la probabilidad de que se produzcan giros políticos extremos aumentará mientras que los elevados niveles de deuda pública ahuyentarán la inversión privada y reducirán la competitividad general de EE. UU. En previsión del aumento de los impuestos de sociedades y la caída de la demanda interna, las empresas reducen la inversión o algunos tipos de inversión específicos, dada la incertidumbre de la rentabilidad después de impuestos. La combinación de la debilidad en sectores clave, las bajas expectativas de demanda y la mayor deuda pública apunta a que los problemas de competitividad global solo pueden agravarse.

Impacto de cruzar el punto de no retorno

Cuadro 4

Repercusiones de la incertidumbre política

Meses	Rentabilidades de los valores del Tesoro a 10 años (vencimiento a plazo fijo, pb)	Beneficios corporativos (mmd)	Inversión (mmd)	PIB (mmd)	VIX (pb)	Tasa de desempleo (pb)
1	0.7	1.6	-1.0	-0.5	1.73	1.8
2	-5.1	1.9	-3.5	-2.6	2.07	7.2
3	-9.5	1.5	-6.2	-5.2	1.76	11.0
4	-11.7	0.8	-8.6	-7.5	1.43	13.0
5	-12.7	0.2	-10.6	-9.5	1.20	14.2
6	-13.0	-0.5	-12.4	-11.2	1.02	14.9
7	-13.0	-1.1	-13.9	-12.7	0.88	15.3
8	-12.9	-1.6	-15.2	-14.0	0.75	15.5
9	-12.7	-2.1	-16.3	-15.0	0.64	15.6
10	-12.4	-2.4	-17.1	-15.9	0.54	15.6
11	-12.1	-2.7	-17.7	-16.6	0.46	15.5
12	-11.8	-3.0	-18.1	-17.0	0.39	15.4
13	-11.5	-3.1	-18.3	-17.3	0.34	15.3
14	-11.2	-3.3	-18.3	-17.5	0.29	15.1
15	-10.9	-3.4	-18.1	-17.5	0.24	15.0
16	-10.6	-3.4	-17.8	-17.3	0.21	14.8
17	-10.4	-3.4	-17.3	-17.0	0.18	14.6
18	-10.1	-3.4	-16.7	-16.6	0.15	14.4
19	-9.8	-3.3	-15.9	-16.1	0.13	14.3
20	-9.6	-3.3	-15.1	-15.5	0.11	14.1
21	-9.3	-3.2	-14.1	-14.8	0.09	13.9
22	-9.1	-3.0	-13.1	-14.1	0.08	13.7
23	-8.9	-2.9	-12.1	-13.3	0.07	13.6
24	-8.6	-2.8	-11.0	-12.4	0.06	13.4

Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

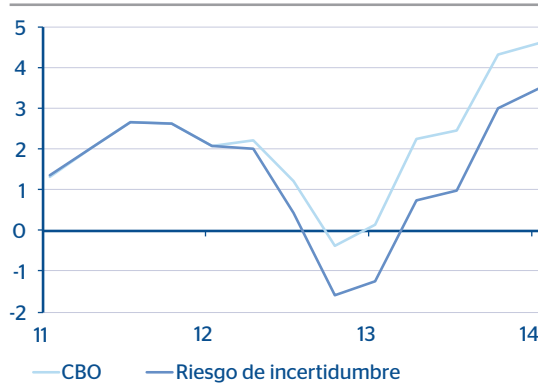
Un trastorno de incertidumbre prolongado podría provocar un aumento del paro. Según nuestras estimaciones, los efectos de una desviación típica de la incertidumbre (aproximadamente la mitad del trastorno de incertidumbre que se produjo en el caso del techo de deuda) suponen una reducción de la inversión de más de 328.000 millones de dólares durante un periodo de dos años. Nuestro modelo también indica que el mercado laboral perdería 3,3 millones de puestos de trabajo en el primer año tras un trastorno de incertidumbre, y aproximadamente 2,8 millones más el segundo año, lo que coincide con la intuición de que se producirían rápidos ajustes en el mercado de trabajo a corto plazo y una respuesta más gradual a la inversión a medio plazo. En este escenario, el desempleo se incrementaría en 1,5 pp y en 1,7 pp en los dos años posteriores. Sin lugar a dudas, el aumento de la incertidumbre podría desbaratar la frágil recuperación.

En cuanto a su impacto en el crecimiento, un trastorno de incertidumbre agravaría un escenario ya precario. La CBO estima que el abismo fiscal podría dar como resultado una recesión en el 1S13 o en el 2S13, dependiendo del momento en que se actúe en el Congreso. Es difícil argumentar contra el momento en que se observarán las repercusiones; sin embargo, la estimación de la CBO de una contracción anualizada del 2,9% en el 1S13 podría quedarse corta debido al sacudón que las medidas del Congreso generará en la incertidumbre de la política económica. Este trastorno persistente se reflejará en el empleo, la inversión y, por consiguiente, en el crecimiento económico a lo largo del año. El efecto combinado durante 2013 y 2014 podría superar de lejos sus estimaciones actuales, apuntando a la posibilidad de nuevos riesgos a la baja para nuestra revisión del escenario central de un

1,8% de crecimiento en 2013. Sin embargo, si el Congreso alcanza un gran acuerdo, este compromiso aumentaría la certidumbre y, por tanto, contrarrestaría los efectos negativos de la consolidación fiscal. El resultado de ofrecer certidumbre a los mercados sería una mayor rentabilidad económica

Gráfica 19

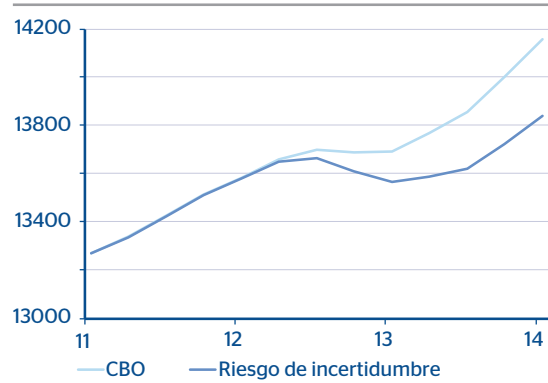
Escenarios de crecimiento del PIB real: riesgo de incertidumbre del BBVA frente al escenario central de la CBO (% a/a)



Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Gráfica 20

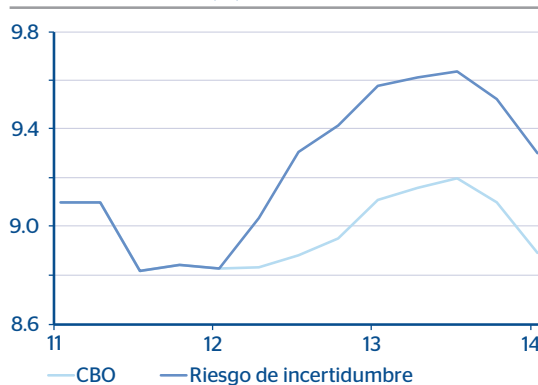
Escenarios de crecimiento del PIB real: riesgo de incertidumbre del BBVA frente al escenario central de la CBO (mmd, 2005)



Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Gráfica 21

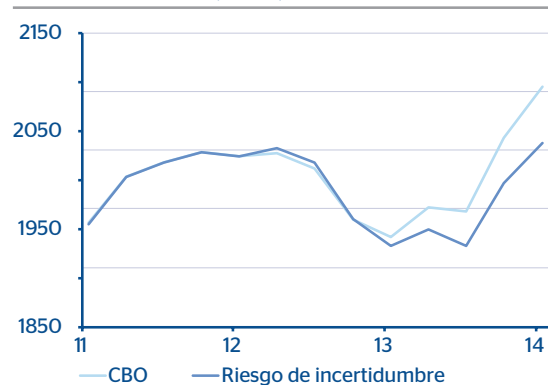
Escenarios de tasa de desempleo: riesgo de incertidumbre del BBVA frente al escenario central de la CBO (%)



Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Gráfica 22

Escenarios de beneficios corporativos: riesgo de incertidumbre del BBVA frente al escenario central de la CBO (mmd)



Fuentes: BBVA Research, Google y Haver Analytics

Conclusión

En los discursos del Congreso y a través de los comunicados políticos del FOMC, Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, hizo alusión a que modificar las expectativas echando mano a una resolución fiscal probablemente reduciría las posibilidades de recesión secundaria. Sin embargo, sus peticiones al Congreso para llegar a un acuerdo que aborde los problemas fiscales a corto y a largo plazo sin sacrificar la fragilidad de la recuperación no llegarán antes de 2013. Nuestro modelo confirma la importancia de reducir la incertidumbre política como forma de impulsar el ritmo de crecimiento económico mediante una mayor inversión y contratación. Las señales negativas de la inacción resultantes de un trastorno de incertidumbre con respecto a la política económica tienen efectos duraderos en el crecimiento. Los elevados niveles de incertidumbre política en sectores clave como las finanzas, la atención sanitaria, el petróleo y el gas y la agricultura contribuyen al creciente pesimismo. En última instancia, si el Congreso se une para mejorar los retos estructurales del país y reduce por tanto la incertidumbre política, mejorará la competitividad de EE. UU. a largo plazo.

6. Industrias del reciclaje: oportunidades en la economía verde

Introducción

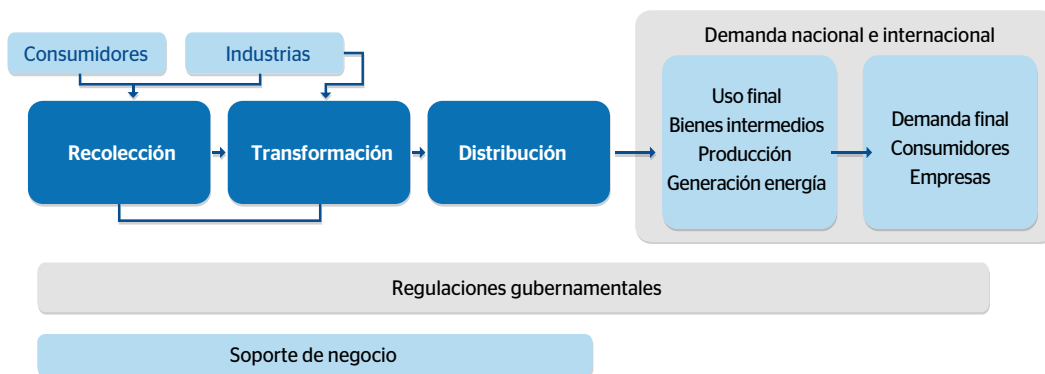
A medida que la clase media crece rápidamente en todo el mundo, también hace lo propio la demanda de bienes y servicios y los insumos para producirlos. Por consiguiente, existe una encarnizada competencia por un volumen limitado de recursos naturales que no puede sino intensificarse con la rápida industrialización de China y otras economías emergentes. La creciente demanda y la escasez no solo están haciendo aumentar los precios de las materias primas, sino que también están incrementando su vulnerabilidad ante trastornos inesperados, así como a la inestabilidad política. A medida que se aceleran la industrialización y el crecimiento demográfico, también se acelera la preocupación por la sostenibilidad medioambiental a largo plazo y por sus repercusiones para empresas y particulares. El reciclaje suele percibirse como un instrumento para abordar los problemas medioambientales y para frenar el riesgo de agotamiento de los recursos naturales. Además de ser un sector respetuoso con el medio ambiente, algunas actividades de reciclaje son también muy rentables.

En la industria del reciclaje, la cadena de suministro (Gráfico 23) comienza con los consumidores y las empresas cuyas actividades diarias generan cantidades importantes de residuos que pueden reciclarse y reutilizarse. Estos materiales se recogen, se procesan y se distribuyen antes de ser vendidos como insumos energéticos, bienes intermedios o productos acabados. La demanda de productos reciclados está compuesta por empresas y particulares. Las empresas tratan de utilizar los insumos reciclados como forma de reducir costes y/o atraer clientes que prefieren productos con contenido reciclado.

El gobierno federal de EE. UU., así como las administraciones estatales y locales, desempeñan un papel importante tanto en la demanda como en la oferta de productos reciclados. Las autoridades tienen la capacidad de establecer mandatos y estimular la industria a través de incentivos y subvenciones. Además, muchas administraciones municipales son responsables de recolectar los residuos de los hogares y las empresas. Los gobiernos también regulan aspectos del proceso de producción, especialmente aquellos que incluyen la ubicación y las características de los vertederos, así como el manejo y la eliminación de materiales peligrosos.

Gráfica 23

Cadena de suministro de la industria del reciclaje



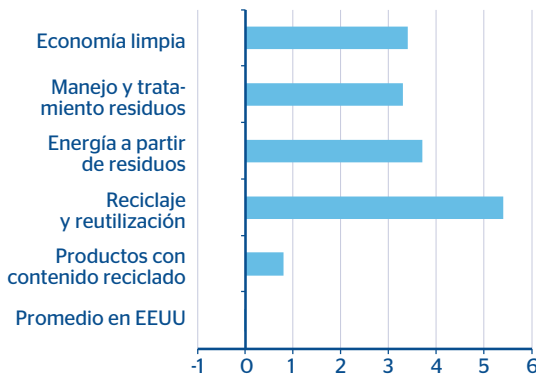
Fuente: BBVA Research

TEl amplio impacto económico de la industria del reciclaje puede medirse por su contribución al crecimiento del empleo. Las industrias relacionadas con la sostenibilidad, más conocidas como "industrias limpias", requieren un alto insumo de mano de obra, y su expansión se considera como método para reducir la elevada tasa de desempleo actual. Según The Brookings Institution, entre 2003 y 2010 la economía limpia generó 565.337 puestos de trabajo, y creció a un promedio anual del 3,5%. En cambio, el total del empleo no agrícola no experimentó prácticamente crecimiento alguno durante el mismo periodo ¹ (Gráfico 24).

¹ The Brookings Institution (2011). "Sizing the Clean Economy: A National and Regional Green Jobs Assessment", disponible en la página http://www.brookings.edu/-/media/Series/resources/0713_clean_economy.pdf

Gráfica 24

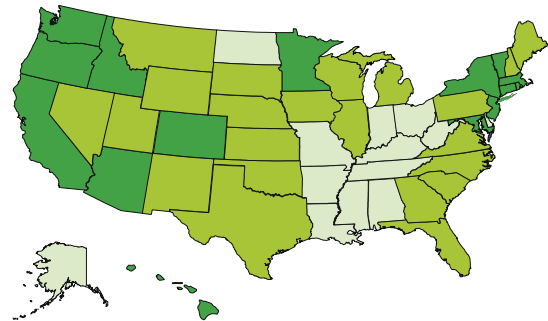
Crecimiento del empleo en determinadas industrias limpias



Fuente: The Brookings Institution con datos de BLS

Gráfica 25

Estados más verdes de Estados Unidos



*Basado en la clasificación de 'Estados más verdes de América' de Forbes 2007. La clasificación de los estados se basaba en seis categorías de idéntica ponderación: huella de carbono, calidad del aire, calidad del agua, gestión de residuos peligrosos, iniciativas políticas y consumo energético. Fuente: Forbes

A pesar de la gravedad de la gran recesión, las empresas de reciclaje generaron nuevos empleos. La gestión y tratamiento de residuos creó 79.401 puestos de trabajo entre 2003 y 2010, seguida por el reciclaje y la reutilización, con 39.668 puestos. Dadas estas cifras, no es sorprendente que los gobiernos de todos los niveles promuevan iniciativas que aceleren el crecimiento de la industria de reciclaje. Los estados del oeste de EE. UU. así como los del noreste, son los más dispuestos a promover iniciativas que benefician a la industria del reciclaje, ya que los particulares y empresas residentes en ellos suelen tener una actitud más positiva hacia una "economía verde" que el resto de la nación, como podemos deducir del Gráfico 24. Por ejemplo, se prevé que California y Nueva York aumentarán sus objetivos de reciclaje de un 50% a un 70% en los próximos años.

Sin embargo, en relación con otros países, la "economía verde" de EE. UU. tienen mala puntuación. El Índice de comportamiento medioambiental de la Universidad de Yale clasifica a EE. UU. en el puesto 49 entre 132 países, muy por debajo de Suiza (1º), Costa Rica (5º) y Países Bajos (16º). No obstante, es probable que esto cambie en un futuro cercano. La irrupción de nuevos participantes en el panorama económico mundial, como China, India y Brasil, ha intensificado la competencia por los recursos naturales y ha incrementado la necesidad de tasas de reciclaje más altas en EE. UU. Ponerse a la par que otros países desarrollados representa una oportunidad de expansión para la industria del reciclaje.

La evolución de la confianza de los consumidores, el crecimiento continuado de EE.UU. y el crecimiento sostenido de la población impulsarán la demanda de productos reciclados

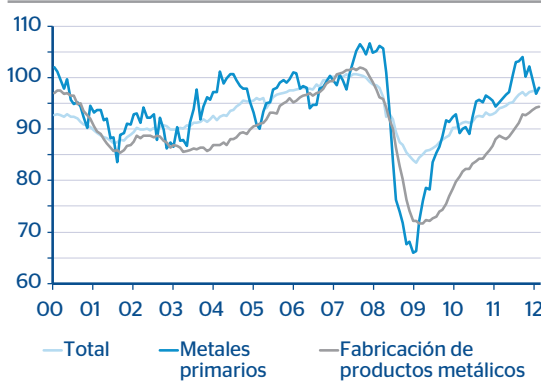
El mercado de los productos reciclados está impulsado por cuatro elementos principales: el consumo, la producción industrial, las actitudes de los consumidores hacia el reciclaje y los precios de las materias primas. La confianza de los consumidores hacia el reciclaje es el motor principal del sector. Los consumidores preocupados por el medio ambiente tienden a reciclar más y presionan a los fabricantes para que aumenten el uso de materiales reciclados. Según un estudio realizado por la empresa de ciencias de la seguridad UL,² el 75% de los consumidores de todo el mundo no creen que los fabricantes hayan tomado las medidas adecuadas para asegurarse de que sus procedimientos son respetuosos con el medio ambiente.

En la actualidad, las empresas no pueden ignorar las preferencias de los consumidores por el diseño sostenible, ya que la generación que creció con anuncios de dibujos animados y la campaña "reduce, reutiliza, recicla" de la escuela primaria son ahora consumidores adultos. La industria del reciclaje es procíclica, lo que quiere decir que la oferta y la demanda varían en función del nivel de actividad económica (medido en términos generales por el PIB). La lógica es simple: en periodos de bonanza económica, el desempleo es bajo y el consumo crece a un ritmo saludable, en tanto que las industrias producen más y demandan más insumos. Estas actividades combinadas aumentan la generación de residuos susceptibles de reciclaje y reutilización. Por ejemplo, una ventana de oportunidad vuelve al mercado de la vivienda debido a que su recuperación hará aumentar la demanda de materiales de construcción

² Underwriters Laboratories (2011) "Navigating the Product Mindset". Disponible en la página <http://www.ul.com/global/eng/pages/corporate/aboutul/noteworthy/productmindset/>

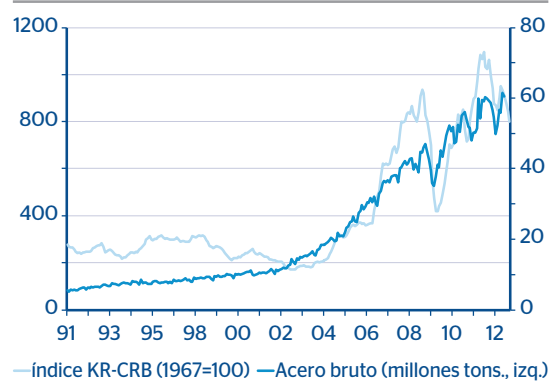
reciclad. Los materiales de construcción sostenibles, algunos de los cuales son fabricados con insumos reciclados, han cobrado impulso en la mente de los compradores de vivienda nueva. También hay un componente estructural en la demanda de productos reciclados. En Estados Unidos, el crecimiento de la población y las mejoras sostenidas del nivel de vida han acelerado la producción de residuos. Los residuos sólidos municipales (MSW, por sus siglas en inglés), separados de los desechos de los jardines, han seguido una tendencia al alza desde 1960 (Gráfico 28); esta tendencia solo se ha frenado con la gran recesión, aunque se prevé un repunte cuando el consumo y la producción industrial continúen creciendo a un ritmo sólido.

Gráfica 26
Índice de producción industrial de EE. UU. (desestac., 2007=100)



Fuente: Haver Analytics

Gráfica 27
Índice de precios al contado de metales KR-CRB frente a producción china de acero bruto (variación interanual)

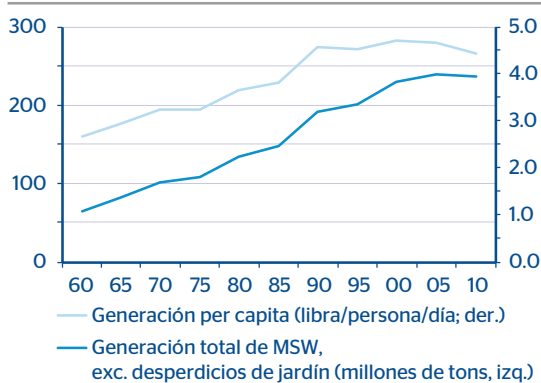


*Incluye: chatarra de cobre, chatarra de plomo, chatarra de acero, estaño y zinc. Fuente: BBVA Research

El aumento del reciclaje de residuos de consumo demandará nuevas inversiones

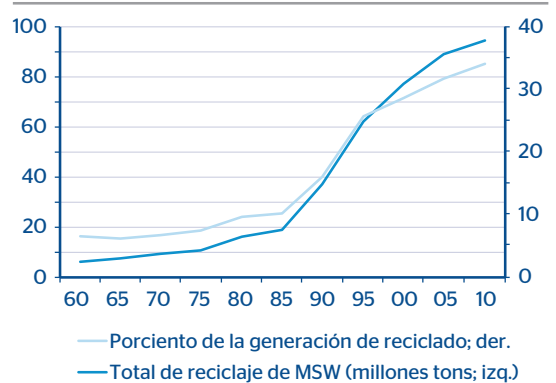
El segmento del reciclaje de los residuos de consumo se beneficiará de las tendencias económicas estructurales y a corto plazo. Como las tasas de reciclaje siguen aumentando (Gráfico 29), la necesidad de nuevas instalaciones de reciclaje sigue siendo alta. En cuanto a productos, las oportunidades para las instalaciones de reciclaje son altas en plásticos y metales. Aunque el papel y el cartón son los principales componentes de los MSW, se prevé que la llegada de las comunicaciones electrónicas y los pasos que han dado las empresas y los particulares hacia entornos sin papel reducirán este nicho.

Gráfica 28
Tasas municipales de generación de residuos sólidos municipales, 1960-2010 (particulares y empresas)



Fuente: Agencia de Protección del Medio Ambiente

Gráfica 29
Tasas municipales de reciclaje de residuos sólidos municipales, 1960-2010 (particulares y empresas)



Fuente: Agencia de Protección del Medio Ambiente

La expansión de las instalaciones de reciclaje también se beneficiará de las regulaciones de los gobiernos estatales y locales que exigen mayores tasas de reciclaje. Este tipo de regulación no solo aumenta, sino que también estabiliza, el crecimiento del sector. Las oportunidades para las empresas privadas proceden no solo de los volúmenes potencialmente más elevados de materiales reciclados, sino también de las iniciativas de las administraciones

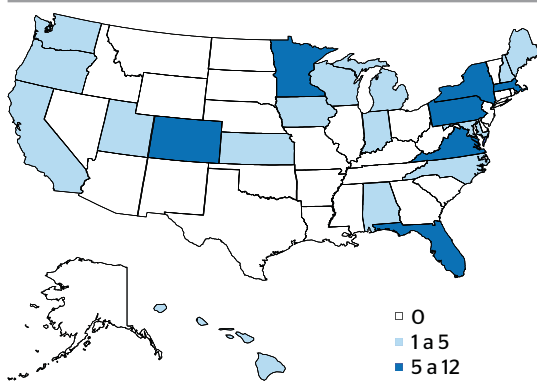
municipales para externalizar los costosos servicios de reciclaje, especialmente en las áreas urbanas pequeñas. La esperada necesidad de nuevas instalaciones de reciclaje, junto con los costes que conlleva el cumplimiento de las obligaciones de reciclaje y una regulación más dura sobre los vertederos, ha fomentado la consolidación. Las instalaciones de reciclaje se han convertido en un objetivo atractivo para las empresas de recogida de residuos, ya que integran el reciclaje y la distribución en sus cadenas de suministro para incrementar los ingresos totales.

Plantas de producción de energía a partir de residuos: una opción atractiva para diversificar los ingresos

Otro aspecto del reciclaje de los residuos incluye el uso de la basura en la producción de electricidad. En octubre de 2010 funcionaban en EE. UU. 90 centrales de producción de energía a partir de residuos (WTE). La mayoría de ellas se encuentran en el noreste y en la costa oeste (Gráfico 30). En 2010, las plantas de WTE quemaron aproximadamente 29 millones de toneladas de MSW y produjeron 15.900 millones de kwh de electricidad, estimándose que generaron ingresos valorados en 638 millones de dólares. Las ventajas que ofrecen los residuos sólidos municipales van más allá de los beneficios para el medio ambiente, ya que reducen el consumo de combustibles muy contaminantes como el carbón o el gasóleo.

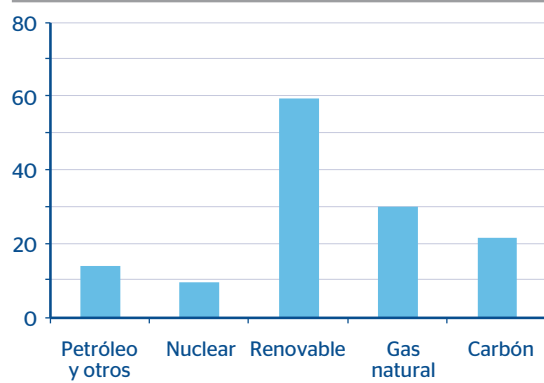
Las centrales de WTE tienen derecho a subvenciones y deducciones de impuestos, cuyo objetivo es reducir las emisiones de CO2, pues la producción de electricidad a partir de basura se considera una fuente de energía renovable. La conversión de residuos en energía también ha pasado a ser otra forma de diversificar los ingresos para las grandes empresas de reciclaje y recogida de residuos, como Waste Management. Sin embargo, las centrales de WTE se enfrentan a la fuerte competencia de otras fuentes de energía abundantes y baratas, como el carbón y el gas natural. Las tensiones sobre los presupuestos gubernamentales también amenazan el chollo de las subvenciones. Estos factores, combinados con la relativamente elevada inversión inicial necesaria para construir una central de WTE, explican en parte el bajo número de centrales en relación con sus potenciales beneficios medioambientales y con lo que parece ser una fuente de energía ilimitada. No obstante, la conversión de las centrales de WTE podría cobrar impulso en los próximos años, pues se prevé que las fuentes de energía renovables aumentarán su cuota en el total de producción de electricidad (Gráfico 31) con una tasa de crecimiento acumulado del 60% entre 2011 y 2035, gracias sobre todo a la generación de biomasa.

Gráfica 30
Centrales de WTE en EE. UU., por estado (en octubre de 2010)



Source: TM, ERC

Gráfica 31
Combinación de fuentes de producción de electricidad prevista para 2035 (crecimiento acumulado en 2011-2035, %)



Source: Energy Information Administration

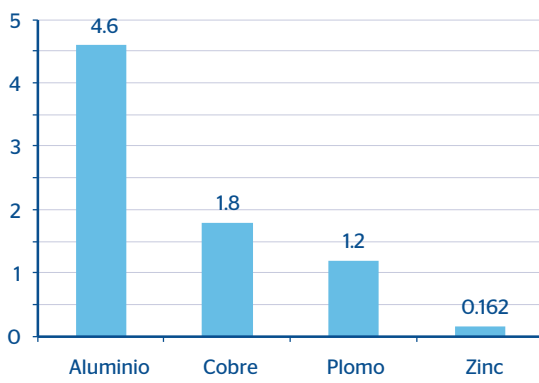
El crecimiento económico mundial sustenta la demanda de chatarra

Los precios de las materias primas, que tienen fuertes repercusiones en toda la industria de reciclaje, afectan en particular a la demanda de chatarra. EE. UU. es hoy en día el principal productor de chatarra del mundo, y por volumen representa cerca de 2/3 de todos los materiales reciclados. Dentro del grupo del sector de la chatarra, el segmento de mayor tamaño y de mayor valor es el de los metales ferrosos como el hierro y el acero. EE. UU. es el principal exportador de chatarra, y aproximadamente un tercio de la misma tiene a China como destino único. En los últimos doce años, los precios mundiales del metal al contado han recibido el impulso del crecimiento económico de las economías emergentes. En el mismo periodo, las exportaciones a China se han incrementado exponencialmente debido a que la rápida industrialización y las inversiones en infraestructuras públicas demandan acero y otros metales. China no es el único país en que ha aumentado la demanda, y esta evolución mundial ha llevado a aumentos sostenidos de los precios de los metales. En la actualidad, hay abundantes oportunidades internas para las empresas que se ocupan del procesamiento, la distribución y la exportación de la chatarra.

Según el Instituto de Industrias de Reciclaje de Chatarra, el mercado de chatarra no ferrosa (aluminio, cobre, níquel, plomo y zinc) se estima en 40.000 millones de dólares, y en 2010 se procesaron más de 8 millones de toneladas métricas. En cambio, en el mismo año las empresas estadounidenses procesaron más de 74 toneladas métricas de metales ferrosos, que serían suficientes para construir 25 Torres Eiffel cada día del año, lo que representa un valor de la industria de 26.400 millones de dólares. El acero constituye la cuota más grande del segmento de metales ferrosos. Aproximadamente el 60% de la producción de acero bruto se lleva a cabo en hornos de arco eléctrico alimentados por chatarra (EAF) que, al contrario que los hornos basados en oxígeno, permiten la utilización de grandes cantidades de chatarra en la producción de acero. La utilización de los EAF se ha incrementado y se perciben como formas rentables de satisfacer la creciente demanda de acero, especialmente en periodos en que los precios de la energía tienden a ser elevados. La distribución de la chatarra es un negocio tan lucrativo que la integración vertical es una tendencia al alza; en particular, los grandes productores de acero están integrando el reciclaje y la distribución de chatarra en la cadena de suministro.

Gráfica 32

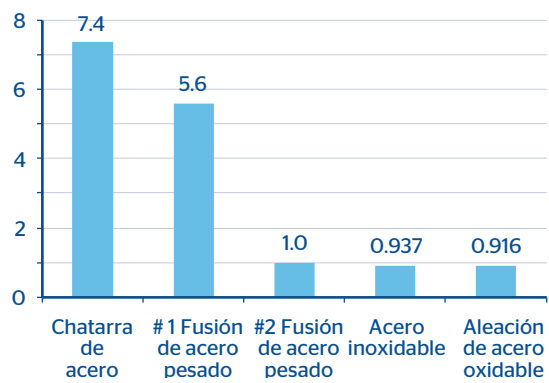
Chatarra no ferrosa procesada en 2010
(export. más reciclado nal., millones toneladas métricas)



Fuente: IBIS World e Instituto de las Industrias de Reciclaje de chatarra

Gráfica 33

Estadísticas de la chatarra de hierro y acero
(valor unitario, dólares/tonelada métrica, 1998)



Fuente: Servicio Geológico de EE. UU.

Riesgos a la baja por el lento crecimiento económico y la incertidumbre política

Aunque las perspectivas de la industria del reciclaje son mayoritariamente favorables, el sector está expuesto tanto a riesgos internos como externos. El riesgo principal procede del escaso crecimiento económico nacional e internacional. El menor crecimiento conlleva una reducción de la generación de residuos a nivel interno, así como un descenso de la demanda mundial de productos reciclados. Por ejemplo, la caída de la inversión pública en infraestructuras y construcción de vivienda en China moderará la demanda de chatarra. Aunque las regulaciones en materia de reciclaje y los incentivos oficiales tienen efectos positivos para el crecimiento del sector, el equilibrio de poder podría cambiar hacia grupos políticos menos proclives a apoyar el desarrollo de una economía limpia. Estos grupos pueden tener opiniones diferentes sobre los riesgos medioambientales, o cuestionar la capacidad de la economía limpia para crear puestos de trabajo. La relativa abundancia nacional de gas natural y carbón ha retrasado la adopción de fuentes alternativas de energía, como la basura. Los bajos precios de estas materias primas desincentivan la inversión en tecnologías de producción de energía a partir de residuos. Además, los trastornos de los precios de las materias primas y la vulnerabilidad a los riesgos geopolíticos podrían pesar también sobre la rentabilidad del sector.

Conclusión

La creciente preocupación por el medio ambiente, el rápido crecimiento en el extranjero, la expansión de la economía de EE. UU. y la competencia por los recursos naturales siguen impulsando la demanda de productos reciclados. Las instalaciones para el reciclaje de los residuos de consumo son un componente esencial de la economía limpia y tanto el gobierno federal como las administraciones estatales y locales siguen respaldando al sector a través de normas en materia de reciclaje y de generosidad fiscal, medidas que fomentan su expansión. Nuestras perspectivas con respecto a la conversión de los residuos en energía son menos positivas y están limitadas por la abundancia de fuentes de producción de electricidad más baratas, como el gas natural y el carbón. No obstante, la energía procedente de residuos puede seguir siendo una opción atractiva para las empresas de gestión de residuos que tratan de diversificar sus ingresos. Entre las industrias de reciclaje se prevé que las instalaciones para el procesamiento y la distribución de la chatarra experimentarán un crecimiento sostenido de sus ingresos en los próximos años. Este sector es menos sensible a las ayudas del gobierno, ya que el aumento de los precios de las materias primas y el gran ímpetu de la demanda mundial permiten financiar adecuadamente las operaciones.

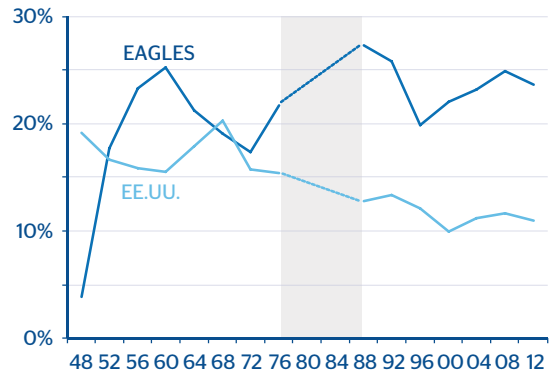
7. Hoja informativa

Cuadro 5
EE. UU., G7 y países EAGLE*
(Juegos Olímpicos de verano)

	EE. UU.	G7	EAGLES
Total de medallas	1576	4050	2492
Oros 2012	46	113	80
Cuota del PIB mundial	96%	9.7%	61.1%
Cuota de la pob. mundial	4.4%	4.7%	46.5%
Crecimiento PIB 2011 (PPA)	1.9%	1.5%	7.1%

*Grupo de países EAGLE: China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México & Taiwán
Fuente: BBVA Research, Haver Analytics y FindData.org

Gráfica 34
Porcentaje histórico de medallas de EE. UU.
frente a países EAGLE*
(Juegos Olímpicos de verano)



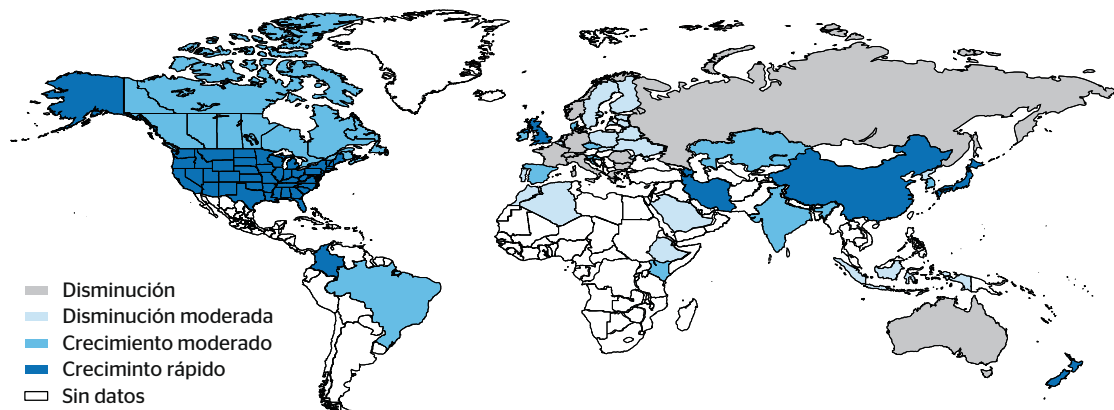
*El área sombreada omite los boicots consecutivos por parte de EE. UU. (1980) y la Unión Soviética (1984)
Fuentes: BBVA Research y FindData.org

Cuadro 6
Hoja informativa sobre los Juegos Olímpicos

	EE. UU.	R. U.	Esp.	Ale.	Fra.	Port.	Turq.	China	Rusia	Brasil	Australia	Japón	India	Canadá
Total de medallas*	1576	430	126	683	390	20	85	473	1519	104	441	352	22	195
Más oros en un año	83	29	13	33	15	1	7	51	80	5	17	16	1	10
Coherencia¹	12	9	5	11	8	1	3	13	14	4	10	6	2	7
Eficacia²	10	6	8	7	1	3	9	13	5	11	2	12	14	4
Medallas por década														
1980**	13.0%	4.0%	0.7%	15.9%	2.8%	0.2%	0.2%	2.9%	15.9%	0.9%	2.3%	2.2%	0.0%	2.6%
1990	12.6%	2.1%	2.4%	8.9%	4.0%	0.1%	0.7%	6.3%	3.8%	1.1%	4.1%	2.2%	0.1%	2.4%
2000	10.9%	3.7%	1.7%	5.2%	4.0%	0.2%	0.8%	7.9%	9.0%	1.3%	5.5%	2.8%	0.2%	1.6%

*Era posterior a la Segunda Guerra Mundial
**Estadísticas sesgadas por los boicots de Estados Unidos y la Unión Soviética en 1980 y 1984, respectivamente.
¹ Coherencia: desviación típica del recuento de medallas
² Eficacia: mayoría de medallas por millón de personas por unidad de PIB real en 2005
Fuentes: BBVA Research, Haver Analytics y FindData.org

Gráfica 35
Mapa de distribución de medallas olímpicas
(los cuartiles informan de la variación del porcentaje de total de medallas del periodo 1992-2012)



Source: BBVA Research

8. Previsiones económicas (variación % a/a)

Cuadro 7

	2011	1T12	2T12	3T12	4T12	2012	2013		2011	1T12	2T12	3T12	4T12	2012	2013
EE.UU.								Alabama							
PIB real	1.8	2.4	2.2	2.3	1.6	2.1	1.8	PIB real	-0.8	-0.2	0.6	1.3	1.7	0.8	1.7
Empleo no agrícola	1.2	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4	1.1	Empleo no agrícola	-0.2	0.0	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5
Renta personal nominal	5.1	2.8	3.2	3.7	4.2	3.5	4.1	Renta personal real	1.6	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	1.4
Índice precios vivienda	-3.9	-1.9	-0.8	1.4	4.0	0.7	3.3	Índice precios vivienda	-5.2	2.5	4.0	4.1	4.2	3.7	3.3
Ventas de viviendas	1.9	6.2	9.3	7.8	5.5	7.1	4.1								
Arizona								California							
PIB real	1.5	1.2	1.8	2.2	2.4	1.9	2.1	PIB real	2.0	1.7	2.3	2.7	2.8	2.4	2.0
Empleo no agrícola	1.0	1.7	1.7	1.9	2.0	1.8	1.4	Empleo no agrícola	1.0	1.1	1.4	2.1	1.6	1.6	1.2
Renta personal real	2.8	2.6	2.5	2.3	2.7	2.5	2.5	Renta personal real	3.2	2.8	2.6	2.4	2.3	2.5	2.3
Índice precios vivienda	-10.0	3.1	12.9	14.3	11.6	10.5	7.1	Índice precios vivienda	-7.1	-1.2	4.1	5.9	6.2	3.8	4.3
Colorado								Florida							
PIB real	1.9	1.8	2.5	3.0	3.3	2.6	2.8	PIB real	0.5	0.8	1.4	1.9	2.1	1.5	1.6
Empleo no agrícola	1.5	2.0	1.9	2.1	2.3	2.1	1.7	Empleo no agrícola	1.1	1.1	0.8	1.0	0.6	0.8	0.8
Renta personal real	3.3	2.5	2.0	2.0	1.8	2.1	2.6	Renta personal real	2.4	1.9	1.5	1.2	1.1	1.4	2.7
Índice precios vivienda	-2.5	-0.1	4.8	5.0	6.1	4.0	4.0	Índice precios vivienda	-6.2	4.4	7.4	7.5	8.3	6.9	4.8
Nuevo México								Texas							
PIB real	0.2	0.5	0.9	1.3	1.5	1.0	1.5	PIB real	3.3	2.6	3.4	3.9	4.1	3.5	3.1
Empleo no agrícola	0.1	0.7	0.3	0.5	0.7	0.5	0.7	Empleo no agrícola	2.1	2.5	2.2	2.4	2.6	2.4	1.6
Renta personal real	2.2	2.0	2.1	1.6	1.6	1.8	2.3	Renta personal real	4.2	3.1	3.2	3.2	3.3	3.2	4.0
Índice precios vivienda	-5.4	-1.3	2.9	3.5	5.5	2.7	3.1	Índice precios vivienda	-0.9	3.0	4.1	5.0	5.2	4.3	3.9

Fuentes: BBVA Research, BEA, BLS, NAR, Oficina del Censo y FHFA

Cuadro 8

Estructura económica

	EE.UU.	AL	AZ	CA	CO	FL	NM	TX
PIB (2010, miles de millones de \$)	15,076	173	258	1,959	264	754	79	1,308
Población (2011, en miles)	311,592	4,803	6,483	37,692	5,117	19,058	2,082	25,675
Población activa (marzo 2012, en miles)	155,013	2,158	3,005	18,406	2,733	9,269	924	12,643
Empleo no agrícola (marzo 2012, en miles)	133,083	1,876	2,458	14,359	2,295	7,331	801	10,804
Tasa de desempleo (marzo 2012)	8.3	8.3	8.3	10.7	8.3	8.8	6.6	7.2
Total visados de obra nueva, (en lo que va de año, marzo 2012)	259,041	4,083	8,367	13,376	6,174	20,463	1,949	41,290
Var. de visados de obra nueva (en lo que va de año, a/a (%))	20.0	2.6	56.7	8.1	33.2	26.0	4.6	21.5
Porcentaje de vivienda en propiedad (enero 2012)	65.5	72.4	64.7	54.7	65.2	67.6	67.7	64.7
Precios de la vivienda (4T11, variación a/a (%))	3.0	4.0	12.9	4.1	4.8	7.4	2.9	4.1
Exportaciones de bienes (4T11, miles de millones de \$)	391.6	5.2	4.7	42.1	2.0	16.9	0.8	66.0
Variación de las exportaciones (4T11, variación a/a (%))	5.6	17.8	5.2	5.6	6.3	13.4	63.2	4.7

Fuentes: BEA, BLS, Censo, WiserTrade y FHFA

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA, S.A. es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.

This report has been produced by the BBVA Research U.S. unit

Chief Economist

Nathaniel Karp
+1 713 881 0663
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Hakan Danis
hakan.danis@bbvacompass.com

Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com

Jason Frederick
jason.frederick@bbvacompass.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbvacompass.com

Boyd Stacey
boyd.stacey@bbvacompass.com

Art & Lay out:
Fernando Tamayo

Juan Pablo Arreola

BBVA Research

**Group Chief Economist
Jorge Sicilia**

Emerging Economies:

Alicia García-Herrero
aliciagarcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiza@bbva.com

Mexico
Adolfo Albo
aalbo@bbva.com

Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@bbva.com

Global Equity
Ana Munera
ana.munera@bbva.com

Global Credit
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
Economic Scenarios

Innovation and Process
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Contact details:

BBVA RESEARCH USA
2001 Kirby Drive, Suite 310
Houston, TX 77019
United States.
Email: researchusa@bbvacompass.com
www.bbva.com/research